



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경제학박사학위논문

기업의 사회 공헌 활동과 기업 가치

2018 년 8 월

서울대학교 대학원

경제학부 경제학 전공

나 수 미

초 록

본 연구는 기업의 사회 공헌 활동과 기업 가치의 관계와 관련한 문헌 연구와 실증 연구를 하였다.

문헌 연구는 이론 문헌 연구와 실증 문헌 연구를 구분하여 진행하였다. 이론 문헌 연구를 통해 기업의 사회 공헌 활동이 기업의 경제적 성과와 어떤 관계를 갖는지에 대해 설명할 수 있는 기존의 이론들을 체계적으로 정리할 수 있었으며, 향후의 실증 연구를 위한 이론적 토대를 쌓을 수 있었다. 그 중 이해 관계자 이론은 기업의 사회적 성과와 경제적 성과를 설명할 수 있는 주된 이론이었다. 본 연구의 실증 분석 부분도 도구적 이해 관계자 이론(Instrumental Stakeholder Theory)을 바탕으로, 기업은 이해 관계자와의 관계를 전략적으로 접근하여 경쟁우위를 획득하고 자신의 가치를 제고할 수 있음을 보였다.

한편 이해 관계자 이론의 풍성한 연구와 전개에 비해 경제 모형을 이용한 이론 문헌은 상대적으로 부족했다. 기업의 이윤 극대화 목적과 사회 공헌 활동이 상충하지 않을 수 있다는 가능성을 열어 두고, 이윤 극대화를 목적으로 하는 기업의 의사 결정 모형에 사회 공헌 활동을 포함시키는 경제 모형 연구가 향후의 주제가 될 수 있을 것이다.

또한 기업의 사회적 성과와 경제적 성과의 관계에 관한 실증 문헌 연구를 통해 기존의 분석 결과를 체계적으로 정리하고, 시대 별 연구의 흐름을 파악할 수 있었다. 국내외 55개의 관련 실증 연구들을 각 연구의 시대, 가설, 사용한 자료, 방법론에 따라 분류하고 체계적으로 정리하였다. 이를 통해 과반수 이상의 연구에서 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간에 존재하는 양의 관계를 식별하였고, 시대가 지나면서 그러한 경향은 더욱 강해졌음을 확인하였다. 이는 기업이 1970년대부터 시작된 사회 공헌 활동의 역사를 쌓으면서 기업의 경제적 성과에 도움이 되는 최적의 사회적 성과 수준을 찾아갔기 때문으로 해석할 수 있다.

문헌 연구에 이어 2011년부터 2016년에 이르는 우리나라 상장 기업을 표본으로 한 실증 분석 연구를 진행하였다. 실증 분석에서는 기업의 사회 공헌 활동이 이윤 극대화의 유인 아래 실행된다는 관점에서 기업의 사회 공헌 수준이 기업 가치에 미치는 영향을 추정하였다. 기업의 사회 공헌 수준을 나타내는 대용치로써 기부금을 사용하였으며, 기업 가치의 평가는 자본 시장에서의 주식 가치 평가를 바탕으로 하였다. 이 과정에서 전경련 회원사, 대기업, 세금 감소 유인이 있는 기업 등 다양한 하위 표본 분석을 시행하여 기부금이 기업 가치에 미치는 영향에 대해 다각도로 분석하였다. 이를 통해 기업의 기부금 지출이 기업 가치에 미치는 양의 영향을 추정하였고, 결과의 견고함을 확인할 수 있었다.

한편 기부금이 기업 가치에 미치는 영향은 두 가지 경로를 통해 실현된다고 가정하였는데, 먼저 기부금 지출을 통해 명성을 구축하거나 소비자의 충성도를 높여 기업 가치를 높이는 생산물 시장 경로를 들 수 있다. 두번째로 기부금 지출

비율이 높아질수록 자본 시장에 사회 공헌도와 지속가능성이 높은 기업이라는 신호로 작용하여 자본 비용을 낮추고 결과적으로 기업 가치를 높이는 자본 시장 경로이다. 광고선전비와 ESG 평가 점수를 이용하여 두 경로에서의 기부금의 기업 가치에 대한 효과의 식별을 시도하였지만, 가설을 지지하는 결과가 나오지 않았다. 생산물 시장의 경우 소비자 경로의 식별에 대한 추가적인 시도로써 B2C 기업에 대한 더미 변수를 모형에 추가하여 이중차분 추정을 하였다. 그 결과 B2C기업의 경우 기부금 비율의 기업 가치에 대한 양의 효과가 더 큰 것으로 드러나 생산물 시장에서의 소비자 경로의 존재를 확인하였다.

주요어 : 기업의 사회 공헌 활동, 기업의 사회적 책임, 기업 가치, 기업의 사회적 성과, 이해 관계자 이론

학 번 : 2011-30884

목 차

제 1 장 전체 서론.....	1
1.1 연구의 배경 및 필요성.....	1
1.2 연구의 내용	2
제 2 장 기업의 사회적 성과와 경제적 성과에 관한 문헌 연구 -	
이론적 접근-	4
2.1 서론.....	4
2.2 기업의 사회적 성과와 경제적 성과에 관한 가설 유형.....	5
2.3 가설의 유형 별 기반 이론	8
2.4 경제 모형을 활용한 이론	16
2.5 소결.....	30
제 3 장 기업의 사회적 성과와 경제적 성과에 관한 문헌 연구 -	
실증적 접근-	32
3.1 서론.....	32
3.2 실증 분석 연구 결과의 가설 유형별 정리.....	33
3.3 실증 연구의 시대 별 흐름	36
3.4 소결.....	38
3.5 부록.....	39
제 4 장 기업의 사회 공헌 활동과 기업 가치의 관계에 대한 실증	
연구	44
4.1 서론.....	44
4.2 가설과 이론적 배경.....	44
4.3 자료 및 변수의 설명	50
4.4 기업의 사회공헌 수준과 기업가치의 관계.....	61
4.5 두 경로를 통한 영향: 생산물 시장과 자본 시장.....	88
4.6 소결.....	97
제 5 장 총 결	100
참고 문헌	103
Abstract	113

표 목차

표 2.1 Preston and O'Bannon(1997)의 여섯 가지 가설 유형.....	7
표 2.2 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간 가능한 가설 유형.....	8
표 2.3 Ullmann (1985)의 여덟 가지 전략.....	13
표 2.4 우리나라 연기금 사회책임투자(SRI) 추이.....	25
표 3.1 표 3.1 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간의 관계에 대한 실증 분석 연구의 가설 유형 별 연구 수.....	33
표 3.2 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간의 실증 분석 연구 정리.....	39
표 4.1 주요 변수들의 기술 통계량.....	54
표 4.2 산업 별 기업가치와 기부금 비율의 기술 통계량.....	55
표 4.3 기부금이 기업 가치에 미치는 영향의 추정 -기본 모형-	64
표 4.4 기부금이 기업 가치에 미치는 영향의 추정 -시차 모형-.....	65
표 4.5 영업 이익이 0보다 큰 하위 그룹 분석.....	68
표 4.6 영업이익률이 0이하인 그룹과 양수인 그룹 간 평균 차이 t-검정.....	69
표 4.7 분위수 회귀 분석 결과.....	73
표 4.8 기부금 비율과 기업 가치의 비선형 관계의 추정.....	75
표 4.9 기부금 비율 상위 10% 그룹과 이외 그룹의 그룹 간 평균 차이 t-검 정	77
표 4.10 기부금 비율 상위 10% 그룹의 더미 추정 결과.....	77
표 4.11 전경련 회원사와 비회원사의 그룹 간 평균 차이 t-검정.....	80
표 4.12 전경련 회원사 그룹 기본 모형 및 더미 모형 추정 결과.....	80
표 4.13 대기업과 이외 그룹의 평균 차이 t-검정.....	83
표 4.14 대기업 그룹 기본 모형 및 더미 모형 추정 결과.....	83
표 4.15 우리나라 법인세 세율 및 과세표준(TB) 구간.....	86
표 4.17 세금 감소 유인이 있는 그룹의 기본 모형 및 더미 모형 추정 결과...87	
표 4.18 총 매출액에 대한 광고선전비 비율(AdvRatio)과 기부금 비율 (Dona_ratio)의 기술통계량.....	90
표 4.19 기부금이 기업 가치에 미치는 영향에 대한 광고비의 효과.....	90
표 4.20 B2C 기업 하위 그룹 분석.....	92
표 4.21 기부금이 기업 가치에 미치는 영향에 대한 ESG의 효과.....	94
표 4.22 기부금이 기업 가치에 미치는 영향에 대한 광고비와 ESG의 조절 효 과.....	97

그림 목차

그림 2.1 Berman et al. (1999)의 세 가지 이해 관계자 모형.....	14
그림 3.1 시대 별 실증 연구의 경향성.....	37
그림 4.1 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간 양의 관계의 양상.....	50
그림 4.2 산업 별 기업가치와 기부금 비율.....	56
그림 4.3(좌); 그림 4.4(우) 기부금 비율의 히스토그램.....	57
그림 4.5 연도별 기업 가치와 기부금 비율의 산점도.....	58
그림 4.6 변수의 변환 시 히스토그램.....	59
그림 4.7 관측치가 방사형으로 퍼지는 경우의 분위수 회귀.....	61
그림 4.8 기본 모형에 대한 플라스보 회귀 계수의 분포.....	70
그림 4.9 기부금 비율과 기업 가치의 역 U자형 관계.....	74

제 1 장 전체 서론

1.1 연구의 배경 및 필요성

기업의 사회 공헌 활동(Corporate Philanthropy)을 연구해야 하는 이유는 여러가지가 있다. 우선 기업의 매출에 직접적으로 영향을 주는 생산물 시장에서의 소비자의 선택 기준이 달라지고 있다. 이른바 착한 소비를 하고자 하는 소비자들이 점점 늘어나고 있는 것이다. 미국 최대의 조사기관인 닐슨(Nielsen Global Survey)의 2014년 조사에 따르면 전 세계 60여 개국의 온라인 소비자들의 55% 이상이 사회적, 환경적으로 긍정적인 영향을 끼치고 있는 기업의 재화와 서비스를 더 선호한다고 대답하였다. 또한 기업의 자본 시장에서도 사회적 책임이 대두되고 있다. 2000년에 영국 정부가 최초로 공적 연기금에 대해 기업의 사회적, 환경적, 지배구조적 요인들을 고려하여 책임 투자를 하였는지 정보를 공개해야 한다는 규제를 시작한 것으로, 이러한 공적 연기금에 대한 규제는 점차 확산되어 우리나라도 2006년부터 공적 연기금의 사회 책임 투자(Socially Responsible Investment: SRI) 의무를 명시하고 있다. 사회 책임 투자(SRI)는 기업의 재무적 특성만을 고려하던 전통적인 투자 방식에서 더 나아가 기업의 지속가능성과 장기적 수익 요소를 평가하기 위해 사회적, 환경적, 지배구조적 영역에서의 비재무적 성과를 고려하는 투자 방식이다. 이를 통해 투자자는 투자의 장기적 안정성을 도모하고, 기업으로 하여금 기업 내외의 이해 관계자에 대한 관심을 높이도록 만들었다.

이러한 생산물 시장과 자본 시장의 변화는 기업으로 하여금 사회적 책임을 외면할 수 없게 만들고 있으며, 경제학적 입장에서라도 기업의 공헌 활동(Corporate Philanthropy)이 소비자와 투자자의 의사 결정에 미치는 영향과 기업의 성과에 어떤 영향을 주는지에 대한 연구의 필요성을 환기시켰다. 더불어 최혜지(2015)의 연구에 따르면 우리나라의 매출액 상위 100위 이내 기업의 평균 기부금의 비율은 지난 10년간 전반적인 증가 추이를 보였으며, 상장 기업의 경우 10년간 매출액 증가율보다 기부금 증가율이 더 높았다. 따라서 왜 기업이 사회 공헌 활동(Corporate Philanthropy)을 증가시키고 있는지, 기업의

그러한 행위의 결정 요인은 무엇인지에 대한 연구가 필요하다.

1.2 연구의 내용

본 연구는 기업의 사회 공헌 활동과 기업 가치 간의 관계와 관련한 문헌 연구와 실증 연구를 하였다.

문헌 연구는 이론 문헌 연구와 실증 문헌 연구를 구분하여 진행하였는데, 기업의 사회 공헌 활동이 기업의 경제적 성과와 어떤 관계를 갖는지에 대해 설명할 수 있는 기존의 이론들을 체계적으로 정리하였으며, 더불어 각 이론을 검증하는 실증 분석 연구들을 정리하였다.

이론 문헌 연구를 통해 우리나라 상장 기업의 두 성과 간의 실증 분석 시행하기에 앞서 이론적 토대를 다지고, 기존의 각 문헌의 연구 목적과 방향에 따라 흩어져 있던 이론들을 기업의 사회적 성과와 경제적 성과의 관계라는 하나의 맥락 속에서 통합하여 정리하고 서술하였다는 점에서 의미가 있다.

실증 문헌의 경우 1970년대 이후로 40년 이상의 시간이 흐르면서 상당히 많은 수의 연구가 축적되어 있었다. 이중 국외 문헌의 경우 다른 연구에의 인용이 적어도 100여건 이상이 되는 문헌으로 제한하여 국내외 55개의 관련 실증 연구들을 살펴보고, 각 연구의 시대, 가설, 사용한 자료, 방법론에 따라 분류하고 체계적으로 정리하였다. 또한 시대의 흐름에 따라 달라지는 연구 결과의 경향성도 확인하였다.

문헌 연구에 이어 2011년부터 2016년에 이르는 우리나라 상장 기업을 표본으로 한 실증 분석 연구를 진행하였다. 실증 분석에서는 기업의 사회 공헌 활동이 이윤 극대화의 유인 아래 실행된다는 관점에서 기업의 사회 공헌 수준이 기업 가치에 미치는 영향을 추정하였다. 기업의 사회 공헌 수준을 나타내는 대용치로써 기부금을 사용하였으며, 기업 가치의 평가는 자본 시장에서의 주식 가치 평가를 바탕으로 하였다. 이 과정에서 전경련 회원사, 대기업, 세금 감소 유인이 있는 기업 등 다양한 하위 표본 분석을 시행하여 기부금이 기업 가치에 미치는 영향에 대해 다각도로 분석하였다. 한편 기부금이 기업 가치에 미치는 영향은 두 가지 경로를 통해 실현된다고 가정하였는데, 먼저 기부금 지출을 통해 명성을 구축하거나 소비자의 충성도를 높여 기업 가치를 높이는 생산물 시장 경로를 들 수 있다. 두번째로 기부금 지출 비율이 높아질수록 자본 시장에 사회 공헌도와 지속가능성이 높은 기업이라는

신호로 작용하여 자본 비용을 낮추고 결과적으로 기업 가치를 높이는 자본 시장 경로이다. 이중차분법을 통해 두 경로에서의 기부금의 기업 가치에 대한 효과의 식별을 시도하였다.

이어지는 2장에서는 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간의 관계를 설명할 수 있는 기존의 이론 문헌들을 체계적으로 정리하고 분석하였다. 3장에서는 현실에서의 두 성과 간 관계에 대해 실증 분석을 한 기존 문헌들을 정리하였으며, 4장에서는 우리나라 자료를 사용하여 두 성과 간의 관계를 검증하는 실증 분석을 하였다. 마지막으로 5장의 전체 결론으로 연구를 마무리하였다.

제 2 장 기업의 사회적 성과와 경제적 성과에 관한 문헌 연구 -이론적 접근-

2.1 서론

본 연구의 주된 목적 중 하나는 우리나라 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간의 관계에 대한 실증 분석이다. 이에 대한 이론적 기반을 다지기 위해 두 성과 간의 관계에 대해 이론적 설명을 해줄 수 있는 기존 문헌들을 정리할 필요가 있었다.

이에 2장에서는 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 사이에 고려할 수 있는 가설 유형을 살펴보고, 그 중 사회적 성과가 경제적 성과에 미치는 영향에 대한 가설들을 뒷받침할 수 있는 이론과 경제 모형들을 살펴볼 것이다. 여기서 기업의 사회적 성과와 경제적 성과는 문헌에 따라 다르게 정의된 개념들을 포괄할 수 있는 넓은 개념으로 사용하였다. 예컨대, 기업의 사회적 성과는 소비자, 근로자, 투자자, 환경, 다른 기업, 정부 등 다양한 영역과 관계에 있어서 정의될 수 있다. 경제적 성과 또한 재무적 요소를 기반으로 평가하는 방법과 자본 시장에서의 주식 가치를 바탕으로 평가하는 방법 등 다양할 수 있다. 기존의 문헌에서 이러한 부분들이 통일되어 있지 않기 때문에, 사회적 성과와 경제적 성과를 포괄적으로 정의할 필요가 있었다. 또한 기존 문헌에서 기업의 사회적 책임 (Corporate Social Responsibility: CSR)이라는 표현은 기업의 사회 공헌 활동 등의 다른 표현으로 바꾸어 서술하지 않고 기업의 사회적 책임(CSR)의 표현을 그대로 사용하였다. 마찬가지로 “Corporate Philanthropy”라는 표현은 기업의 사회 공헌 활동으로 기술하였다. 기업의 사회적 책임(CSR)이나 사회 공헌 활동은 둘 다 기업 이외의 다른 경제 주체나 다른 영역의 이익과 복지를 고려한다는 관점에서 사회적 성과 안에 포함되는 개념으로 간주하였다.

2장의 연구를 통해 기존의 각 문헌의 연구 목적과 방향대로 산재되어 있던 이론들을 기업의 사회적 성과와 경제적 성과의 관계라는 하나의 맥락 속에서 통합하여 정리 및 서술하였다는 점이 본 연구의 기여점이라고 할 수 있다. 또한 두 성과 간의 실증 분석의 이론적 토대를 다졌다는 점에서도 의미가 있다.

이어지는 2.2절에서는 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간의

가능한 가설들을 살펴보았다. 2.3절에서는 각 가설들을 뒷받침할 수 있는 이론을 정리하여 서술하였다. 2.4절에서는 두 성과 간 관계를 설명하는 경제 모형을 소개하였으며, 2.5절에서 결론으로 2장을 마무리하였다.

2.2 기업의 사회적 성과와 경제적 성과에 관한 가설 유형

1970년대 이후 기업의 사회적 성과와 경제적 성과의 관계에 관한 실증 분석 연구가 활발하게 행해지는 가운데, 두 성과 사이의 인과관계의 존재 여부와 방향성, 그 영향은 논란이 많은 쟁점이었다. 이에 Preston and O'Bannon (1997)은 기업의 사회적 성과와 경제적 성과의 관계에 대해 인과관계의 방향과 영향을 두 축으로 하여 당시까지의 실증 분석 연구들은 아우를 수 있는 여섯 가지 유형의 가설을 제시하였다. [표 1]는 해당 여섯 가지 유형의 가설을 제시하고 있다. 각 가설의 명칭은 Preston and O'Bannon (1997)의 표기에 따랐다.

2.2.1 사회적 영향 가설 (Social Impact Hypothesis)

사회적 영향 가설 (Social Impact Hypothesis)은 기업의 사회적 성과가 경제적 성과로 이어진다는 가설이다. 기업의 사회 공헌 활동이 기업의 다양한 이해 관계자들의 필요에 부합하게 되면서 기업에 우호적인 방향으로 이해 관계자들의 행동이 일어나고 결과적으로 경제적 성과에도 긍정적인 영향을 미치게 된다는 것이다. 이해 관계자는 이해 관계를 정의하는 기준과 범위에 따라서 달라진다. 가장 좁게는 주주에서 시작하여, 직접적으로 경영 활동에 영향을 주는 근로자과와 소비자, 투자자, 공급자까지 범위를 넓힐 수 있다. 가장 넓게는 기업의 경영 활동에 영향을 주거나 받는 모든 관계들—정부, 지역 사회, 환경 등—을 포함한다 (Freeman and Reed, 1983).

2.2.2 가용 자금 가설 (Available Funding Hypothesis)

가용 자금 가설 (Available Funding Hypothesis)은 기업의 경제적 성과와 사회적 성과가 양의 관계를 가진다는 점에서는 사회적 영향 가설 (Social Impact Hypothesis)과 같지만 그 원인과 결과의 방향이 반대이다. 즉 기업의 경제적 성과가 좋을 때 비로소 사회에 공헌할 수 있는 여유 자원 (slack resource)이 생기고 그에 따라 기업의 사회적 성과도 개선된다는 것이다.

2.2.3 양의 시너지 가설 (Positive Synergy)

양의 시너지 가설 (Positive Synergy)은 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간에 양방향의 긍정적 인과관계가 존재한다는 가설이다. 즉 좋은 사회적 성과는 경제적 성과에서의 보상을 가져오고, 이는 다시 사회에 대한 기여로 이어져 두 성과가 양의 시너지를 일으키게 된다.

2.2.4 상충 가설 (Tradeoff Hypothesis)

상충 가설 (Tradeoff Hypothesis)은 기업의 사회적 성과가 경제적 성과에 부정적 영향을 끼친다는 가설이다. 사회적 영향 가설 (Social Impact Hypothesis)에선 기업의 사회 공헌 활동을 이해 관계자와의 관계라는 무형자산에 대한 일종의 투자 개념으로 인식한다면, 상충 가설 (Tradeoff Hypothesis)은 기업의 사회 공헌 활동이 미래에 어떤 편익도 가져오지 않을 것으로 예상하여 그에 드는 자원을 비용으로 인식한다. 따라서 기업의 사회 공헌 활동은 경영자의 개인적 효용을 위해 발생하는 것으로 대리인 문제 (agency problem)를 야기할 뿐이다.

2.2.5 기회주의 가설 (Opportunism Hypothesis)

기회주의 가설 (Opportunism Hypothesis)는 기업의 경제적 성과가 좋을수록 기업의 사회 공헌 활동에는 부정적인 영향을 미친다는 가설이다. 이 가설은 경영자가 주주의 이익보다 개인의 효용을 우선한다는 대리인 이론 (Agency Theory)을 바탕으로 한다. 통상 경영자에 대한 보상은 기업의 단기 이익에 부합하는 방향으로 이뤄진다. 따라서 기업의 경제적 성과가 좋을 때 경영자는 보상을 극대화하기 위해 회계 처리 상 비용으로 계상되는 사회 공헌 활동을 줄이게 되는 것이다.

반면 기업의 경제적 성과가 좋지 않을 경우 경영자는 사회 공헌 활동을 통해 자신을 평가하는 주주와 이해 관계자들의 시선을 분산시키려 한다.

2.2.6 음의 시너지 가설 (Negative Synergy)

음의 시너지 가설 (Negative Synergy) 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간에 양방향의 부정적 인과관계가 존재한다는 가설이다. 상충 가설 (Tradeoff Hypothesis)와 기회주의 가설 (Opportunism Hypothesis)의 두 가설이 동시에 성립하는 상황으로 두 성과가 서로 간에 부정적 시너지를 발생시킨다.

표 2.1 Preston and O'Bannon(1997)의 여섯 가지 가설 유형

Causal Sequence	Direction	
	Positive	Negative
Social→Economic	(1) 사회적 영향 가설 (Social Impact Hypothesis)	(4) 상충 가설 (Tradeoff Hypothesis)
Economic→Social	(2) 가용 자금 가설 (Available Funding Hypothesis)	(5) 기회주의 가설 (Opportunism Hypothesis)
Social↔Economic	(3) 양의 시너지 가설 (Positive Synergy)	(6) 음의 시너지 가설 (Negative Synergy)

한편 Moore(2001)는 Preston and O'Bannon(1997)의 여섯 가지 가설 유형은 포괄적이고 종합적인 이론적 틀을 제시하였지만, 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간에 선형 관계를 가정하였다는 점에서 한계를 지닌다고 지적하였다. Bowman and Haire(1975)는 기업의 사회적 책임에 대한 헌신도와 중위수 ROE를 사용한 실증 분석을 통해 두 변수 간 역 U자의 관계가 유의하게 나타남을 보였는데, 이런 가설의 경우 Preston and O'Bannon(1997)의 틀에서 설명할 수 없다. 또한 특정 조건이 만족될 때에만 특정 관계성이 나타나는 가설도 틀 안에 들어가지 않는다. 이에 Preston and O'Bannon(1997)에 U자 혹은 역 U자의 비선형관계와 상관 관계가 없다는 가설(14. No association)과 경우에 따라 다르다는 가설(13. Contingency hypothesis)까지 추가하면

표 2.2와 같다.

표 2.2 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간 가능한 가설 유형

	Positive	Negative	U-shape	Inverted U-shape	(13) Contingency hypothesis	(14) No association
Social → Economic	(1) Social Impact Hypothesis	(4) Tradeoff Hypothesis	(7)	(10)		
Economic → Social	(2) Available Funding Hypothesis	(5) Opportunism Hypothesis	(8)	(11)		
Social ↔ Economic	(3) Positive Synergy	(6) Negative Synergy	(9)	(12)		

2.3 가설의 유형 별 기반 이론

2.2절을 통해 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 사이에 가능한 가설의 유형을 정리할 수 있었다. 하지만 위 분류 체계는 실증 분석의 가설을 제공할 뿐이지 각 가설의 이론적 근거에 대해선 여전히 부족하다. 본 절에서는 연구의 관심사를 기업의 사회적 성과가 경제적 성과에 미치는 영향으로 한정하면서, 이러한 관계에 대해 보다 구체적인 이론을 도출하는 데에 있어서 근거가 될 수 있는 이론들을 제시하려고 한다.

2.3.1 대리인 이론(Agency Theory) –전통적인 입장–

전통적인 입장에선 기업의 사회적 성과가 경제적 성과에 부정적인 영향을 미친다는 것을 주장한다. Levitt(1958)은 기업의 사회 공헌 활동이 재정적 자원을 적절한 투자에서 물려나게 하여 재무 실적을 악화시킨다고 주장하였다.

한편 대리인 이론은 주주와 경영자가 서로 상충하는 이해 관계를 지니어 주주 부의 극대화를 위한 회사의 매끄러운 운영을 방해하고 갈등을 유발할 수 있음을 입증하였다(Jensen and Meckling, 1976, Fama, 1980, Fama and Jensen, 1983).

Friedman(1970)은 기업의 사회 공헌 활동을 이러한 대리인 문제(Principal-Agent Problem)로 보았다. 즉 경영자들이 그들 개인의 사회적, 정치적, 직업적 사명을 추구하기 위해 주주의 부를 잘못된 곳에 배분하고 있다는 것이다. 그는 기업이 사회에 재정 지출을 하는 것은 이윤 창출에 보탬이 되지 않는 추가적인 비용을 발생시켜 기업을 경쟁적 열위 (competitive disadvantage)에 처하게 만든다고 주장하였다. 즉, 경영자 개인이 원하는 사회적 임무를 추구하는 것은 주주의 부를 극대화하는 기업의 역량을 저하시키므로, 기업의 사회적 성과가 좋을수록 경제적 성과에 부정적인 영향을 미칠 것이라고 하였다. 또한 기업의 최고경영자는 오로지 개인의 이득과 손해를 바탕으로 특정한 경영 전략을 수행하는 경우가 있는데 이는 기업 가치를 저하시킨다 (Gomez-Mejia, Tosi, and Hinkin, 1987; Jensen and Meckling, 1976; Jensen and Murphy, 1990; Kroll, Wright, and Theerathorn, 1993; Tosi and Gomez-Mejia, 1989; Wright et al., 1996). Wright and Ferris (1997)는 이러한 대리인 문제를 지적하며 기업의 사회 책임 활동도 이와 같은 것임을 주장하였다.

2.3.2 보험 이론(Insurance Theory) -주주의 이익과 상충하지 않을 수 있다는 대안적 견해-

Godfrey, Merrill and Hansen(2009)은 기업의 사회 공헌 행위가 주주의 부를 침해하는 비용일 뿐이라는 견해에서 한 발 물러나 있다. 통상의 경우 기업의 사회 공헌 행위가 경영 성과에 영향을 주진 않지만, 기업이 부정적 사건을 겪을 때에는 그러한 사회 공헌 활동들이 주주의 가치를 보호하는 역할을 할 수 있다는 것이다. 따라서 평소 기업의 사회 공헌 활동에 드는 비용은 '보험과 같은' 재산('insurance-like' property)을 형성하는 과정으로 볼 수 있다.

이론적으로 이윤 극대화를 추구하는 경영자는 자본 자산 가격 결정 모형 (Capital Asset Pricing Model)에 의해 완벽한 자본 시장에서는 위험 관리에 투자하지 않는다(Markowitz, 1952; Sharp, 1964). 그러나 현실 세계에서 기업은 예상 투자 손실을 초과하는 가격으로 투자가 이루어 지더라도 (예: 화재 보험) 위험 관리에 투자하고 있다. Smith and Stulz (1985)와 Stultz (2002)는 완벽한 자본 시장이라는 가정을 완화시킬 때, 위험의 감소가 주주에게 가치를 더할 수 있음을 보였다.

따라서 기업의 사회 공헌 활동이 부정적 시기에 보험과 같은 역할을 할 수 있다면, 주주에게도 가치를 더해줄 수 있는 것이다.

한편 Godfrey, Merrill and Hansen(2009)은 기업의 사회 공헌 활동이 시장에 주는 신호는 이해 관계자에 대한 완전한 이타주의 즉, 이윤 추구 동기의 부재가 아니라고 지적한다. 오히려 그러한 활동은 회사가 다른 사람들에 대해 영향을 미칠 수 있고, 영향을 미칠 수 있다는 점을 고려한 전략을 고안하고 수행할 것이라는 신호를 시장에 보낸다고 주장하였다. 이러한 신호가 외부 이해 관계자에 의해 인식되고 받아 들여지면, 회사는 긍정적인 속성 또는 도덕적 자본(moral capital) (Simon, 1995; Van Herpen, Pennings, and Meulenberg, 2003)을 축적할 수 있다.

최상의 상황에서도 비즈니스 활동은 때로는 중요한 이해 관계자 그룹에 부정적인 영향을 줄 수 있는데, 부정적인 사건이 발생하면 이해 관계자들은 회사를 제재함으로써 대응한다. 제재는 가압계는 불매 운동, 평판 훼손 등의 방식이고 지극히 부정적인 사건에 대해서는 경영 권리를 박탈하려는 제재를 가하기도 한다. 최근 대한항공의 근로자들이 한진그룹 총수 일가의 이른바 갑질 경영으로 인해 경영진 퇴진 운동을 하는 것이 예가 될 수 있다.^① Godfrey (2005)는 그러한 이해 관계자들의 제재를 이론화하였는데, 이해 관계자는 부정적인 사건에 대해 기업을 처벌할 때, 그 사건의 부정적인 영향의 정도와 동시에 마음 속에 인식된 기업의 속성에 근거하여 처벌을 내린다. 즉, 부정적인 행위가 악한 행위자에 의해 저질러질 때 더 심각한 처벌을 내리려 한다는 것이다.

이해 관계자의 이러한 의사 결정 과정에서 기업의 사회 공헌 활동으로부터 축적된 도덕적 자본(moral capital)은 완화 요소로 작용하여 주주의 재산을 보호하는 경제적 가치를 창출하게 된다(Fombrun, Gardberg, and Barnett, 2000; Godfrey, 2005). 같은 수준의 부정적인 사건을 겪을 때 도덕적 자본(moral capital)이 축적된 기업은 이해 관계자로 하여금 처벌의 전반적 수준을 낮추게 만든다는 것이다(Uzzi, 1997).

^① 갑질은 2013년 이후 한국의 인터넷 상에 등장한 신조어으로써 갑을(甲乙)의 상호 계약 관계에서 상대적으로 우위에 있는 갑의 을에 대한 위력 행사 행위를 일컫는다. 대한항공 총수 일가의 갑질 행위는 2014년 한진그룹 장녀인 조현아 전 대한항공 부사장의 서비스에 대한 불만을 이유로 한 비행기 회항 사건을 시작으로 알려졌다. 2018년 직원들에 의해 여러 건의 갑질 사건이 폭로되었다.

2.3.3 이해 관계자 이론(Stakeholder Theory) -주주의 이익에 부합한다는 견해-

보험 이론(Insurance Theory)의 이해 관계자는 부정적인 시기에 처벌을 완화시켜주는 소극적 역할을 수행하지만, 이해 관계자 이론(Stakeholder Theory)에서의 이해 관계자는 보다 적극적인 역할을 수행한다. 이해 관계자 이론의 선구자인 Freeman (1984)은 이해 관계자 그룹이 기업의 목표를 성취하는 데에 영향을 주거나 받을 수 있다고 주장하였다. Freeman (1984)의 연구는 선구적으로 주주 이외의 이해 관계자들에 대한 중요성을 인정하였지만, 이론적으로 이해 관계자 이론의 구체적인 개념이나 범위에 대해선 불분명하였다.

Donaldson and Preston (1995)은 이해 관계자 이론이 명시적으로 또는 암묵적으로 서술적 및 경험적(descriptive/empirical) 이론, 도구적(instrumental) 이론, 규범적(normative) 이론의 세 가지 유형을 모두 포함하고 있다고 주장하며 이론을 체계화였다. 이해 관계자 이론에 대한 Freeman의 기존 연구들 (Evan & Freeman, 1993; Freeman & Gilbert, 1987; Freeman & Reed, 1983)도 이 틀 안에서 유형이 구분될 수 있다고 주장하였다.

먼저 규범적 이해 관계자 이론(Normative Stakeholder Theory)은 기업이 이해 관계자와의 관계 속에서 “무엇을 해야 하는가”에 대한 설명이다. 이는 서술적 이해 관계자 이론(Descriptive Stakeholder Theory)과 도구적 이해 관계자 이론(Instrumental Stakeholder Theory)의 기반이 된다. 규범적 이해 관계자 이론은 이해 관계자를 기업의 비즈니스 행위의 절차 또는 실질적인 측면에 정당한 이해 관계가 있는 개인 또는 그룹으로 정의한다. 또한 모든 이해 관계자의 이익은 내재 가치이다.

이를 바탕으로 서술적 이해 관계자 이론(Descriptive Stakeholder Theory)은 기업과 이해 관계자와의 관계 속에서 “무슨 일이 일어나는지”에 대해 실증적으로 관찰하고 설명하고자 한다.

도구적 이해 관계자 이론(Instrumental Stakeholder Theory)은 이해 관계자와의 관계에서 “일어나는 일들의 영향”에 대해 설명한다. 이는 기업의 이해 관계자 관리의 실행과 다양한 기업의 성과 달성 목표 간의 연관성을 조사하기 위한 이론이다. 따라서 기업의 사회적 성과와

경제적 성과의 관계에 대한 본 연구는 도구적 이해 관계자 이론을 바탕으로 한다고 말할 수 있다.

Jones (1995)는 대리인 이론과 거래 비용 경제, 팀 생산 이론(team production theory)의 경제학 이론과 행동 과학 이론의 통합과 전개를 바탕으로 도구적 이해 관계자 이론을 더욱 심화시켰다. 이를 통해 이해 관계자와의 계약 관계에서 신용과 협조를 기반으로 하는 윤리 규범이 있는 기업이 그러한 기준을 사용하지 않는 기업에 비해 경쟁 우위를 가진다고 결론지었다. 즉 이해 관계자의 관리가 경쟁 열위를 가져온다는 고전적 입장과 상반되는 것이다. Jones (1995)는 이를 통해 왜 고전적 입장에서의 비합리적 또는 이타적인 행동이 결과적으로 기업에게 생산적인 것으로 드러나는지, 왜 이러한 행동에 관여하는 기업이 생존하고 종종 번성하는지를 설명할 수 있다고 하였다.

i) 전략적 이해 관계자 관리 모형(Strategic stakeholder management model)

도구적 이해 관계자 이론의 관점에서 기업은 이해 관계자 관리를 전략적으로 활용할 수 있다. Ullmann (1985)은 이해 관계자 이론의 기존 실증 분석 연구들을 종합적으로 분석하여 이해 관계자 관리에 대한 전략적 틀을 제시하였다. 이해 관계자가 지닌 힘의 정도 (높음/낮음), 기업의 전략적 포지션 (능동적/수동적)과 경제적 성과 (좋은/나쁨)에 따라 달리 예상되는 사회 공헌 활동(social performance)과 사회적 공개(social disclosure)에 대한 여덟 가지 전략을 제시하였는데 표 2.3은 그 결과를 보여준다. 이해 관계자의 힘과, 기업의 전략적 자세, 경제적 성과에 따라 여덟 가지 다른 상황을 보여주고, 각 상황에 대한 사회적 성과 전략을 제시하고 있다. 상황 1과 상황 8을 대조적으로 살펴보면, 상황 1의 경우는 이해 관계자의 힘이 크고 기업은 적극적 전략을 펼치며 경제적 성과 또한 좋은 상황이다. 이럴 때 Ullmann (1985)은 사회적 성과를 높이고 사회 공개도 높은 수준으로 할 것을 전략으로 제시한다. 이와 달리 이해 관계자의 힘도 약하고 기업은 소극적 전략을 펼치며 경제적 성과도 좋지 않을 때 (상황 8)에는 사회적 성과와 공개에 있어 낮은 수준을 추구하라고 제언하고 있다.

표 2.3 Ullmann (1985)의 여덟 가지 전략

Situation	Stakeholder power	Strategic posture	Economic performance	Strategy
1	High	Active	Good	Social performance: high Social disclosure: high (mandatory and voluntary)
2	High	Active	Poor	Social performance: high Social disclosure: high regarding mandated matters, low regarding voluntary matters
3	Low	Active	Good	Social performance: low Social disclosure: high regarding mandated matters, low regarding voluntary matters
4	Low	Active	Poor	Social performance: low Social disclosure: low (mandatory and voluntary)
5	High	Passive	Good	Social performance: high Social disclosure: indeterminate regarding mandatory matters, low regarding voluntary matters
6	High	Passive	Poor	Social performance: indeterminate Social disclosure: indeterminate regarding mandatory matters, low regarding voluntary matters
7	Low	Passive	Good	Social performance: low Social disclosure: low (mandatory and voluntary)
8	Low	Passive	Poor	Social performance: low Social disclosure: low (mandatory and voluntary)

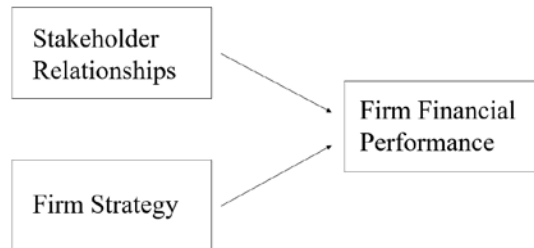
출처) Ullmann, Arie H. "Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of US firms." *Academy of management review* 10.3 (1985): 540–557.

Berman et al. (1999)은 이해 관계자 이론을 바탕으로 기업의 전략이 경제적 성과로 이어지는 과정에서 이해 관계자의 관리가 어떻게 작용하는지에 대한 세 가지 모형을 제시하고 실증적으로 검증하였다. 첫번째 모형은 직접 효과 모형 (Direct Effect Model)이다. 직접 효과 모형에선 이해 관계자와의 관계와 기업의 전략이 모두 직접적으로 기업의 경제적 성과에 영향을 준다. 두번째 모형은 중재 모형

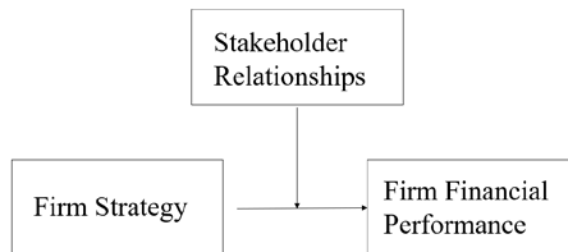
(Moderation Model)이다. 중재 모형에선 기업의 전략이 경제적 성과에 직접적으로 영향을 주는 가운데 이해 관계자와의 관계가 그 영향에 조절 효과를 지닌다. 마지막으로 내재적 이해 관계자 약속 모형 (Intrinsic Stakeholder Commitment Model)이다. 내재적 이해 관계자 약속 모형은 기업이 다양한 이해관계자들과 내재적인 책무 관계를 맺고 있기 때문에 기업이 전략에 대한 의사 결정을 할 때 이러한 관계성이 투영된다는 입장이다. 그림 2.1은 세 가지 모형을 도식화한 것이다.

그림 2.1 Berman et al. (1999)의 세 가지 이해 관계자 모형

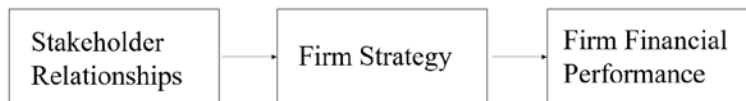
[직접 효과 모형 (Direct Effect Model)]



[중재 모형 (Moderation Model)]



[내재적 이해 관계자 약속 모형 (Intrinsic Stakeholder Commitment Model)]



출처) Berman, Shawn L., et al. "Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance." *Academy of Management journal* 42.5 (1999): 488–506.

Berman et al. (1999)은 위 세 가지 모형을 가설로 설정하여 실증 분석하였다. 그 결과 직접 효과 모형과 중재 모형이 제기한 가설은

기각되지 않았지만, 내재적 이해 관계자 약속 모형의 가설은 기각되었다. 구체적으로 근로자와 소비자의 이해 관계자에 대해서는 직접 효과 모형이 설명력이 높은 가운데 중재적으로도 기업의 성과에 영향을 미치는 모습을 보였다. 이해 관계자들과의 관계에서 소비자와 근로자 이외의 이슈들은-자연 환경, 지역 사회, 노동자의 다양성- 중재 모형의 설명력이 높았다.

Karaye, Ishak and Che-Adam(2014) 또한 중재 모형과 상통하는 이론적 틀을 제시하였다. 기업은 사회적 책임을 이행하는 과정에서 이해 관계자 영향력 (Stakeholder influence capacity: SIC)의 축적을 목표로 해야 한다고 주장하며, 이해 관계자 영향력 (SIC)은 기업의 사회적 활동이 경제적 성과로 이어지는 과정에서 긍정적 조절 효과를 지닌다고 하였다.

이해 관계자 영향력 (SIC)은 앞서 설명한 보험 이론 (Insurance Theory)에서의 도덕적 자본 (Moral Capital)과도 상통한다. 차이가 있다면 보험 이론 (Insurance Theory)에서의 도덕적 자본 (Moral Capital)은 부정적 위기 시에만 기업에게 경제적 가치를 부여한다면, 이해 관계자 영향력 (SIC)은 충분히 축적되었다는 전제 하에 유사 시에도 경제적 가치를 가져온다.

ii) 이해 관계자 영향력 이론 (Stakeholder Influence Capacity Theory)

한편 Barnett and Salomon(2012)은 이러한 이해 관계자 영향력 (SIC)의 조절 효과를 매우 크고 중요하게 인식하여 이해 관계자 영향력 (SIC)이 충분히 축적되지 않았을 경우, 기업의 사회 공헌 활동이 경영 성과로 이어지는 과정에서 오히려 부정적 조절 효과를 지닐 수도 있다고 지적하였다. 이해 관계자 영향력 (SIC)이 낮은 기업의 사회 공헌 활동은 이해 관계자로 하여금 신뢰할 만한 것으로 여겨지지 않고 일종의 “그린 워싱(Green washing)” 과 같은 것으로 여겨진다는 것이다. “그린 워싱(Green washing)”은 기업이 표면적으로는 환경 친화적 구호를 내세우며 홍보하지만, 실상은 환경에 좋지 않은 영향을 끼치고 있는 행위를 의미한다. 예를 들어 바닷물에 녹지 않아 생태계 교란을 일으키는 미세 플라스틱을 함유한 세제의 포장에 녹색이나 자연 환경의 이미지를 활용하여 표면 상 소비자에게 자연 친화적 이미지로 다가가는

경우를 들 수 있다. 즉, 기업의 사회 공헌 행위를 사회에 미치고 있는 부정적 영향의 본질을 가리기 위한 표면적 행위로 인식하는 것이다. 따라서 그러한 기업의 경우 사회적 책임 투자는 아무런 편익 없이 비용만 발생시킬 뿐이다.

반면 이해 관계자 영향력 (SIC)이 높은 기업의 경우 이들 기업의 사회 공헌 활동은 이해 관계자들에게 인식된 기업의 속성과 조화를 이루고 있기 때문에 신뢰할 만한 것으로 여겨진다. 그에 따라 기업은 이해 관계자와의 계약 관계를 개선시킴으로써 높은 사회적 성과에 대해 경제적 보상을 받게 된다.

이를 바탕으로 기업의 사회적 성과와 경제적 성과의 관계는 U 자형을 지닐 것으로 예상할 수 있다. U자의 초기 음의 관계는 기업의 사회 공헌 활동의 고유 비용에 기인한다. 이해 관계자 영향력 (SIC)이 충분히 축적되기 전까지는 기업의 사회적 성과가 높아질수록 비용이 커져서 경제적 성과가 낮아진다. 비용을 감수하며 이해 관계자 영향력 (SIC)을 충분히 축적하게 되면 사회적 투자를 통해 비로소 경제적 성과를 얻을 수 있다.

이러한 견해는 기업의 사회적 성과와 경제적 성과의 관계에 관한 이론에서 비교적 최근의 이슈이며 이론적 전개와 실증 분석이 활발히 진행되고 있다.

2.4 경제 모형을 활용한 이론

2.2절과 2.3절을 통해 기업의 사회적 성과와 경제적 성과의 관계를 서술적으로 설명하는 이론들을 살펴보았다. 본 절에서는 경제 모형을 통해 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간의 관계를 설명한 이론들을 소개할 것이다 (Maron (2006), Mackey, Mackey and Barney (2007), Fisman, Heal and B. Nair (2006)). Maron (2006)의 경우 기업의 사회 공헌 활동의 결과물로 사회적 재화(Social product)라는 개념을 정의하면서 경제학에서의 재화에 대한 수요, 공급 모형을 이에 적용하였다. Mackey, Mackey and Barney (2007)는 사회적으로 기여하는 기업에 대한 자본 시장에서의 투자 수요와 공급이 있다고 가정한 모형을 통해 기업의 사회적 활동이 기업 가치에 미치는 영향을 분석하였다. Fisman, Heal and B. Nair (2006)는 재화의 차별화 수준이 낮아 경쟁이 심한 시장에서 기업의 사회 공헌 활동이 소비자에게 보내는

일종의 신호가 되어 제품 차별화를 이룰 수 있음을 보였다.

2.4.1 사회적 재화의 수요와 공급 모형 (Maron, 2006)

Maron (2006)은 기존의 잘 정립된 경제 모형을 활용해 기업의 사회적 성과와 경제적 성과를 설명하는 다양한 가설을 아우를 수 있는 통합 모형(Unified Theory)을 만들 수 있음을 제안하였다. 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility: CSR)의 영역과 비즈니스 영역 사이에 존재하는 유사성을 바탕으로 비즈니스 영역에 적용되는 경제학 이론을 그대로 기업의 사회적 책임 (CSR) 영역에 적용하는 것이다. Maron (2006)이 정리한 유사성은 다음과 같다.

i) 기업의 사회적 책임(CSR) 영역과 사업(Business) 영역의 유사성

- 사회적 재화 (Social Products): 기업의 사회 공헌 활동의 결과물을 말하며, 비즈니스 영역의 핵심 재화 (Core Products)에 대응한다.

- 이해 관계자 (Stakeholder): 이해 관계자 이론에 따르면 기업은 다양한 이해 관계자들의 필요와 기대에 부응해야 하는 입장이다. 따라서 비즈니스 영역에서의 소비자 (Consumer)에 대응한다.

- 사회적 재화의 비용 (Costs of Social Products): 사회적 재화를 창출함에 있어 기업은 필연적으로 비용을 부담하게 된다. 이러한 비용은 노동 비용, 원자재, 자본 투자, 직접 금융 비용 등 다양한 형태로 소요된다. 기업의 사회적 책임 (CSR) 영역에서 사회적 성과를 창출하기 위한 비용은 비즈니스 영역에서 제품을 생산하는 비용 (Costs of Producing Products)에 대응한다.

- 이해 관계자의 효용 (Stakeholder Utility): 이해 관계자는 자신의 필요와 기대를 충족시키는 사회적 재화에 특정 가치를 부여한다고 말할 수 있다. 예컨대 이해 관계자는 청정한 환경, 개선된 근무 조건 등과 같은 것들에 유용성을 부여 할 것이다. 따라서 이해 관계자에게 사회적 재화는 비즈니스 영역의 생산물과 마찬가지로 효용(Utility)을 제공한다.

- 기업이 얻는 보상 (Firm Rewards): 만족스러운 이해 관계자는 다방면에서 기업을 도울 수 있다. 만족스러운 소비자는 더 많이 구매하고, 만족스러운 직원은 높은 동기와 생산성을 가지며, 만족스러운 투자자는 더 높은 시장 가치를 선물하고, 만족스러운 입법자는 호의적인 법률을 통과시킨다. 이는 결국 기업의 경제적 성과로 이어질 것이다. 따라서 기업의 사회적 책임 (CSR) 영역에서의 보상 (Firm Rewards)은 비즈니스 영역에서의 수익 (Revenues)과 동일하다. 비즈니스 영역에서 수익은 재화와 서비스로 창출되며, 기업의 사회적 책임 (CSR) 영역에서의 보상 (Firm Rewards)은 사회적 재화에 의해 창출된다.

이와 같이 기업의 사회적 책임 (CSR) 영역과 비즈니스 영역 간에는 강력한 유사점이 있지만 동시에 상당한 차이점이 존재한다. 비즈니스 영역에서의 기업과 소비자 간의 교환 계약은 명시적이며 거래는 즉각적인 것이지만, 기업의 사회적 책임 (CSR) 영역에서는 교환 계약이 암묵적으로 이루어지며, 보상 메커니즘의 복잡성으로 인해 장기간에 걸쳐 거래가 발생한다.

ii) 모형의 기본적 가정

정리된 유사성을 바탕으로 통합 모형을 제안하기 전에 몇 가지 가정이 필요하다. 기업의 사회적 책임 (CSR) 영역 내에서 통합 모형의 기본 가정은 다음과 같다.

- 기업은 수익을 극대화하기 위해 비즈니스 및 기업의 사회적 책임 (CSR) 영역에서 모두 사업을 운영하며, 두 영역의 운용은 서로 독립적으로 이루어진다.

- 이해 관계자의 효용은 이해 관계자가 받는 사회적 재화의 수준에 따라 증가한다.

- 각 이해 관계자 그룹은 자신이 받는 사회적 재화와 효용 간의 관계를 설명하는 서로 다른 효용 함수를 지닌다. 사회적 재화 j 에 대한 각 이해 관계자 그룹 i 의 효용을 설명하는 함수는 U_{ij} 이다.

– 기업의 사회적 재화는 서로 독립적이라고 가정한다.

– 사회적 재화로부터 효용을 얻은 이해 관계자를 통해 기업이 얻 보상은 이해 관계자가 얻은 효용에 비례한다. 즉 사회적 재화 산출로 기업이 받는 보상은 이해 관계자 그룹이 경험한 효용 수준과 함께 상승한다.

ii) 모형의 설정

기업은 M개의 사회적 재화 (S_1, S_2, \dots, S_M)를 만들어내며 벡터 행렬 $[S]$ 로 표현된다. 이 기업은 이해 관계자 그룹을 N개 (T_1, T_2, \dots, T_N) 보유하고 있으며, 각 그룹은 사회적 재화로부터 효용을 얻을 수 있다. M개의 모든 사회적 재화에 대해 모든 N개의 이해 관계자 그룹이 각각 효용 함수를 지닌다. 이에 따라 $N \times M$ 차원 이해 관계자 효용 행렬, $[U]_{N \times M}$ 이 주어진다. 이 때에 회사에 대한 총 보상 R 은 다음과 같이 계산된다.

$$R = \sum_j \sum_i R_{ji} = [U]_{N \times M} \times [S]_{M \times 1} = [U] \times [S] \quad (2.1)$$

기업의 사회적 재화 생산 활동에 의한 이익은 전체 보상에서 사회적 산출의 총 비용을 뺀 값이다.

$$Profit_{CSR} = \sum_i \sum_j R_{ij} - \sum_j C_j = [R] - [C] \quad (2.2)$$

$$Profit_{CSR} = [U] \times [S] - [C] \quad (2.3)$$

따라서 기업의 사회적 책임 활동에 의한 총 이익은 M개의 사회적 재화에 각각 N개의 이해 당사자 그룹이 제공하는 $M \times N$ 개의 보상의 합에서 사회적 재화 생산에 의한 총 비용을 제한 값으로 구할 수 있으며, 식 (2.2)와 (2.3)과 같이 나타낼 수 있다.

iii) 의의 및 보완 사항

Maron (2006)의 모형에서 결국 기업은 사회 공헌 활동에 의한

한계 수입과 한계 비용이 같아지는 수준에서 사회적 재화의 최적 산출량을 정하게 된다. 하지만 경제학에서의 기업의 이윤 극대화 문제와 달리 Maron (2006)의 모형은 한계 수입이 가격이 아닌 이해 관계자의 효용 함수에 의해 결정되며 이는 사회 공헌 활동을 하는 기업에게 공개적으로 주어지는 것이 아니다. 또한 이해 관계자가 사회적 재화를 통해 얻는 효용은 경우에 따라서 기업의 수입으로 이어지지 않을 수도 있고, 장기간이 소요되는 문제일 수 있는데, 그러한 점이 다소 단순하게 설명되었다. 따라서 Maron (2006)의 모형과 같은 형태가 기업의 최적 사회 공헌 활동에 대한 의사 결정에 실질적으로 의미가 있는 지에 대해서는 보완이 필요하다.

또한 기본 가정 중에 기업의 사회 공헌 활동과 비즈니스 영역의 운용이 서로 영향을 주지 않고 독립적으로 운영된다는 가정은 비현실적이다. 예컨대 기업이 근로자에게 복지 혜택을 부여하여 근로자의 직업 만족도를 향상시켰다고 할 때, 비즈니스 영역의 생산 함수에 영향을 줄 수 있다. 또는 공헌 행위를 통해 소비자 만족을 도모한 결과로 비즈니스 영역의 재화의 매출 수량이 증가할 수 있다. 즉 기업의 사회적 책임 활동으로 얻는 보상은 독립적으로 주어지는 것이 아니라 비즈니스 영역을 통해 주어지는 경우가 많은데, 그 부분을 간과하고 있다.

하지만 효용함수와 비용함수를 어떻게 설정하는가에 따라 하나의 모형을 통해 기업의 사회 공헌 활동이 경제적 성과에 양의 영향을 주는 경우와 음의 영향을 주는 경우를 전부 설명할 수 있다는 점에서 의의가 있다.

2.4.2 사회 책임 투자의 수요와 공급 모형 (Mackey, Mackey and Barney, 2007)

Mackey, Mackey and Barney (2007)는 사회 책임 투자 (Socially Responsible Investment: SRI)에 대한 수요와 공급 모형을 통해 기업의 사회적 책임 활동이 기업 가치에 미치는 영향에 대해 설명하였다.

i) 자본 시장의 효율성에 대한 가정

Mackey, Mackey and Barney (2007)의 모형은 기본적으로 자본

시장을 준강형 효율적 시장 (semi-strong efficient market)으로 가정한다. 이는 기업 자산 가치의 인식에 공개적으로 이용 가능한 모든 정보가 평균적으로 해당 자산의 시장 가격에 반영된다는 것을 의미한다(Fama, 1970). 따라서 준강형 효율적 시장에서 기업이 사회적으로 책임 있는 특정 활동에 공공의 방식으로 참여할 경우, 주주와 잠재적인 투자자는 이러한 활동의 본질과 회사의 미래 현금 흐름의 현재 가치에 미칠 영향에 대해 인식하게 될 것임을 의미한다. 이에 따라 기업의 주식 가치에 대한 그들의 평가를 평균적으로 조정하게 된다.

모형에서 모든 기업은 같은 경쟁 시장에서 동일한 제품을 생산하며, 같은 수입을 얻는다. 가정에 의해 기업은 사회 책임 활동을 하지 않는 한 모두 동일한 미래 현금 흐름의 현재 가치를 지닌다. 또한 모든 기업의 목표는 자본 시장에서 기업의 가치를 극대화하는 것이다.

ii) 모형의 설정

- 기업

모형에는 E 의 수입을 버는 N 개의 동일한 기업이 존재하며, 이들은 자본 시장에서의 기업가치 P 를 극대화한다. 부채를 통한 자본 조달은 존재하지 않으며, 모든 기업이 매도할 수 있는 s 개의 자기 주식을 지닌다. 이상의 속성이 모든 기업에게 동질적인 가운데, 사회 책임 활동에 투자하는지 하지 않는지에 따라 두 그룹으로 구분한다. 전체 기업에서 사회 책임 활동에 투자하기로 결정한 기업의 비율은 θ 로 정의한다. 또한 사회 책임 활동에 자금을 투자하기로 결정한 기업을 “사회 책임 기업”이라 명명하고, 이외의 기업을 “전통적 이윤 극대화 기업”이라고 칭한다. 모형에서 경제 내 전체 사회적 책임 활동은 기업의 활동만으로 국한한다.

모형에서 기업이 직면하는 의사 결정 F 는 사회 책임 활동을 할지 하지 않을지에 대한 것이다. 사회 책임 활동을 하는 경우 F 는 1의 값을 지니게 되고, 그렇지 않을 경우 0의 값을 지닌다. 따라서 θ 는 전체 기업에서 F 의 값이 1인 기업의 비율이 될 것이다. 또한 사회 책임 활동을하기로 결정한 경우, 즉 F 의 값이 1인 경우에는 C 만큼의 비용이 발생한다. 그에 따라 기업 현금 흐름의 현재 가치는 감소한다. 반면 F 가 0인 의사 결정은 기업 현금 흐름의 현재 가치에 아무런 영향을 주지 않는다.

– 투자자

모형의 자본 시장에는 I 명의 잠재적 투자자가 존재한다. 모든 투자자에게는 자본 시장에서 투자할 수 있는 m 만큼의 화폐가 부여된다. 가정에 의해 투자자는 두 그룹으로 구분되는데 “부를 극대화하는 투자자 (wealth-maximizing investors)”와 “사회 의식적 투자자 (socially conscious investors)”이다. 사회 의식적 투자자는 오로지 사회 책임 활동에 참여하는 기업에만 투자하며 전체 투자자에서 ω 의 비율로 존재한다.

이상의 모형 설정을 바탕으로 사회 의식적 투자자가 얻는 전체 효용은 다음과 같다.

$$U_{SC} = \frac{\theta N(E-C)}{\omega I} \quad (2.4)$$

θN 은 사회 책임 기업의 전체 수이며, $E-C$ 는 그들의 순수입이다. ωI 는 사회 의식적 투자자의 전체 수이다. 사회 의식적 투자자의 경우 사회 책임 활동을 하지 않는 기업 ($F=0$)에 대한 투자로부터 얻는 효용은 없다고 가정한다.

한편 부를 극대화하는 투자자의 전체 효용은 다음과 같다.

$$U_{WM} = \frac{(1-\theta)NE}{(1-\omega)I} \quad (2.5)$$

$(1-\theta)N$ 은 전통적 이윤 극대화 기업의 전체 수이며, E 는 그들의 순수입이다. 사회 책임 활동을 하지 않으므로 C 의 비용이 발생하지 않았다. $(1-\omega)I$ 는 부를 극대화하는 투자자의 전체 수이다. 이 모형에서 부를 극대화하는 투자자는 기업의 사회 책임 활동이 C 의 비용을 발생시켜 기업의 현금 흐름의 현재 가치를 저하시키므로 그러한 기업에는 투자하지 않을 것이다.

iii) 주식 가격의 결정

각 기업의 주식 가격은 해당 기업 주식에 대한 수요와 공급에 의해

결정된다. 즉 사회 책임 기업의 주식 가격은 해당 주식에 대한 수요를 공급으로 나누어 결정되며, 전통적 이윤 극대화 기업의 주식 가격도 마찬가지로 결정된다.

$$P_{SR} = \frac{\omega ml}{\theta SN} \quad (2.6)$$

$$P_{PM} = \frac{(1-\omega)ml}{(1-\theta)SN} \quad (2.7)$$

식 (2.6)은 사회 책임 기업의 주식 가격이며, 식 (2.7)은 전통적 이윤 극대화 기업의 주식 가격이다. 균형에서 두 가격은 같아진다. 만약 가격이 같지 않다면 기업에게 현재 실행되고 있는 사회 책임 활동에 관한 전략을 바꾸고자 하는 유인이 생긴다. 사회 책임 활동을 하는 기업(F=1)의 주식 가격이 더 높다면, 전통적 이윤 극대화 기업(F=0) 중 일부는 자본 시장에서의 사회 책임 투자에 대한 초과수요를 인식하고 사회 책임 활동을 시작할 것이다. 반대로 전통적 이윤 극대화 기업(F=0)의 주식 가격이 더 높다면, 사회 책임 기업(F=1)의 일부는 자본 시장에서의 전통적 이윤 극대화 기업에 대한 초과투자수요를 인식하고 사회 책임 활동을 멈추게 될 것이다. 이러한 과정을 통해 균형에서 두 유형의 기업의 주식 가치는 동일해지고, 전체 투자자에서 사회 의식적 투자자의 비율인 ω 와 사회 책임 기업의 비율인 θ 는 같아진다. 이러한 결과는 식 (2.6)과 (2.7)을 같다고 하였을 때 쉽게 도출할 수 있다.

$$\therefore \omega = \theta \quad (2.8)$$

이와 같은 결과를 통해 기업의 사회 책임 활동이 기업 가치에 어떤 영향을 미치는 지를 알아볼 수 있다. 식 (2.8)은 기업이 시장 가치 극대화라는 목적 아래 사회 책임 활동 여부를 결정하는 데 있어서 가장 중요한 요인은 자본 시장에서의 사회 책임 투자에 대한 상대적인 공급과 수요라는 것을 의미한다. 사회 의식적 투자자들이 상대적으로 많아서 사회 책임 투자에 대한 초과 수요가 존재하는 경우, 전통적 이윤 극대화 기업은 사회 책임 활동을 시작하여 기업 가치를 제고할 수 있을 것이다.

iv) 의의 및 보완 사항

Mackey, Mackey and Barney (2007)의 모형은 이해 관계자 이론의 관점과 기업의 목적은 주주 부의 극대화 뿐이라는 전통적 관점과의 갈등과 간극을 좁혔다는 점에서 의미가 있다. 모형에서 자본 시장에 사회 책임 투자 (SRI)에 대한 초과 수요가 존재할 때 기업은 사회 공헌 활동을 통해 주식 가치를 제고할 수 있었기 때문이다. 즉 기업의 이해 관계자 관리가 주주 부의 극대화라는 목적과 상충하지 않을 수 있다는 점을 보인 것이다.

한편 자본 시장에 무조건 사회 공헌 지출이 있는 기업에게만 투자하는 “사회 의식적 투자자”의 존재를 전제한 것은 다소 현실성이 떨어지는 부분이다. 모형에서 사회 의식적 투자자는 자기의 부를 극대화하는 기준이 아니라, 사회 공헌 활동 여부를 투자의 기준으로 삼는다. 우리나라에서는 공적 연기금의 일부를 사회 책임 투자(SRI)에만 운용하고 있지만 전체 유가증권 시장과 코스닥 시장의 시가 총액에 비교하면 매우 작은 수준이다. 표 2.4는 사회 책임 투자(SRI)에만 운용하는 연기금 규모와 비율의 추이를 보여주고 있는데, 이에 따르면 Mackey, Mackey and Barney (2007)의 모형에서의 사회 의식적 투자자의 비율인 ω 는 굉장히 작은 값이 되어 버린다. 하지만 현실의 자본 시장에서는 수익을 목적으로 사회 책임 투자(SRI)를 포트폴리오에 포함시키는 투자자가 훨씬 많다. 사회 공헌적 성격을 띄는 기업의 지속가능성이 더 높고, 수익률 또한 장기적으로 더 좋을 수 있다는 기대 때문에 전체 포트폴리오에서 일정 부분을 사회 책임 투자(SRI)에 할애하는 것이다. 모형에서 사회 공헌에 대한 지출 여부를 기업의 선택으로 두고 분석했던 것처럼, 사회 책임 투자(SRI) 여부도 투자자의 의사 결정 영역으로 들어올 수 있다면 더욱 현실에 부합하는 모형으로 보완할 수 있을 것이다.

표 2.4 우리나라 연기금 사회책임투자(SRI) 추이

(단위: 십억 원)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
국민연금	90.7	413.4	594.7	1,282.8	2,363.2	3,449.7	5,244.4	6,261.0	6,000.7	6,852.1	6,370.6
공무원연금				11.2	59.6	73.8	114.1	105.1	99.1	109.1	39.8
사학연금				10.5	25.5	52.3	118.1	144.5	97.9	118.9	212.4
우정사업본부								43.1	79.0	124.0	122.0
SRI합계(A)	90.7	413.4	594.7	1,304.5	2,448.3	3,575.8	5,476.6	6,553.7	6,276.7	7,204.1	6,744.8
시가총액(B)	776,700	1,051,900	623,100	974,000	1,237,000	1,148,000	1,263,000	1,305,000	1,335,000	1,445,000	1,510,000
SRI비율(A/B)	0.0001	0.0004	0.0010	0.0013	0.0020	0.0031	0.0043	0.0050	0.0047	0.0050	0.0045

주) 시가총액은 유가증권 시장과 코스닥 시장을 합한 값임.

2.4.3 사회 공헌 지출의 신호 모형(Fisman, Heal and B. Nair, 2006)

Fisman, Heal and B. Nair (2006)는 기업 사회 공헌 활동에 대한 신호 모형 (signaling model)을 제시하였다. 이들의 모형에서 기업의 사회 공헌 활동은 소비자가 품질을 관측하기 어려운 시장에서 수직적 차별화 (vertical differentiation)의 수단으로 작용한다.

재화의 수직적 차별화 (vertical differentiation)는 가격이 동일한 서로 다른 재화에 대해 모든 소비자의 선호가 일치하는 경우이다. 예를 들어 갤럭시s9과 갤럭시s8의 두 스마트폰의 가격이 같다면 모든 소비자는 더 진보된 후속 모델을 선호할 것이다. 한편 수평적 차별화 (horizontal differentiation)는 가격이 동일한 서로 다른 재화에 대해 소비자들의 선호가 서로 다른 경우이다. 예를 들어 삼성의 최신 스마트폰과 애플의 최신 스마트폰이 가격이 동일한 경우 소비자의 선택은 전적으로 그의 선호에 달려있다.

즉, 사회 공헌 활동이 수직적 차별화의 수단으로 작용한다는 것은, 재화의 속성을 소비자들이 관찰할 수 없을 때 사회 공헌 활동을 하는 기업의 재화에 대한 선호도가 더 높아진다는 것이다. 구체적으로 기업의 사회 공헌 활동이 이윤을 위해 품질을 희생하는 행위를 하지 않을 것이라는 신호로 작용하여, 가격이 동일하고 품질을 구분할 수 없을 때 소비자는 사회 공헌 활동을 하는 기업의 제품을 선호하게 된다.

Mackey, Mackey and Barney (2007)가 기업의 사회적 성과와

경제적 성과의 관계에 대한 자본 시장에서의 모형이라면, Fisman, Heal and B. Nair (2006)는 생산물 시장에서의 모형이라고 할 수 있다. 또한 실증 분석을 통해 광고선전비의 지출이 많고 경쟁이 치열한 산업에서 모형이 제시하는 이론이 현실을 잘 설명하고 있음을 보였다.

i) 모형의 설정

- 재화

안전한 재화 “S”와 안전하지 않은 재화 “U”가 존재한다. 소비자는 재화의 소비를 통해 단기 효용 R 을 얻는다. 재화의 모든 속성은 관찰 가능하지 않으며, 이러한 부분이 소비자에게 장기 비용 L 을 발생시킨다.

- 기업

모형에서 기업은 두 가지 유형으로 구분된다. 순수하게 이윤 극대화의 동기만을 지닌 유형(B)과 기업이 발생시키는 외부성(externalities)과 이윤에 모두 관심을 갖는 유형(G)이다. 유형에 따라 서로 다른 목적 함수를 지니게 된다. 기업이 발생시키는 이윤은 $\Pi(\cdot)$ 로 표기되며, 재화의 함수이다.

사회 책임 활동에 비용을 지출하는 G유형의 기업의 경우 안전한 재화-S유형의 재화-를 생산함으로써 추가적으로 일종의 따뜻한 빛(warm glow) W 을 얻는다. W 는 소비자와의 친밀함이나 신뢰와 같은 것이며, 관찰 가능하지 않은 재화의 속성으로 인해 발생하는 소비자의 장기 비용인 L 의 함수이다. 즉, 관찰되지 않는 재화의 속성으로 안전하지 않은 재화(U)를 소비하게 되었을 때 발생하는 장기 비용(L)이 커질수록, 사회 책임 기업(G)이 안전한 재화(S)를 생산할 때 더 많은 지지와 신뢰(W)를 보낸다는 것이다.

따라서 G유형의 기업이 안전한 재화를 생산하는 경우 얻게 되는 이윤은 $\Pi(S) + W(tL)$ 이다. t 는 안전하지 않은 재화로부터 발생하는 소비자에 대한 잠재적 음의 효과를 나타내는 모수(parameter)이다. 또한 G유형의 기업이 안전하지 않은 재화를 생산할 때 얻는 이윤은 $\Pi(U)$ 가 된다.

이때 $\Pi(S) + W(tL)$ 이 $\Pi(U)$ 보다 크다고 가정한다. 이는 G유형의 기업이 언제나 안전한 재화를 생산할 것을 보장해준다.

이윤 극대화의 동기만을 지닌 유형 B의 기업의 경우 안전한 재화를

생산할 때 G유형의 기업이 얻었던 W의 추가적 이익이 발생하지 않는다. 따라서 안전한 재화를 생산할 때는 $\Pi(S)$ 의 이윤을 얻고, 안전하지 않은 재화를 생산할 때는 $\Pi(U)$ 의 이윤을 얻는다.

한계 비용은 상수로 가정하며, 안전한 재화를 생산할 때의 한계 비용 $C(S)$ 이 안전하지 않은 재화를 생산할 때의 한계 비용 $C(U)$ 보다 크다고 가정한다. 모형의 두 가지 가정을 정리하면 다음과 같다.

가정 1: $\Pi(S) + W(tL) > \Pi(U)$.

가정 2: $C(S) > C(U)$

한편 모형에서 사회적 문제를 원인으로 하는 기업의 비용 지출은 신호(signaling)의 역할을 수행하며, D로 표기한다. 모형의 단순화를 위해 두 기업은 단위 길이 (unit length)의 양 극단-0과 1-에 위치시킨다. G 유형의 기업은 0의 위치에 자리하며, B유형의 기업은 1의 위치에 자리한다. 소비자는 둘 중 하나의 기업이 G유형임을 알고 있지만 어느 기업인지는 알지 못한다.

- 소비자

소비자가 두 기업의 유형을 구분할 수 없는 통합 균형 (pooling equilibrium)에서 소비자가 0에 위치한 기업으로부터 재화를 소비하여 얻는 순효용은 다음과 같다.

$$R - ix - p_G - \frac{1}{2}L \quad (2.9)$$

i 는 소비자의 기업으로부터의 거리이다. P 는 하첨자에 해당하는 유형의 기업에 의해 설정된 가격이며, x 는 시장에서 재화의 차별화의 정도를 포착하는 모수이다.

기업의 사회에 대한 비용 지출이 신호로 작용하는 분리 균형 (separating equilibrium)에서 각각 G유형과 B유형의 기업의 재화를 소비할 때 소비자가 얻는 순효용은 다음과 같다.

$$R - ix - p_G \quad (2.9)$$

$$R - (1 - i)x - p_B - L \quad (2.10)$$

식 (2.9)는 기업이 발생시키는 외부성 (externalities)과 이윤에 모두 관심을 갖는 사회 책임 기업(G)의 재화를 소비할 때 소비자가 얻는 순효용이다. 식 (2.10)은 이윤 극대화의 동기만을 지닌 기업(B)의 재화를 소비할 때 소비자가 얻는 순효용이다.

두 식을 비교해보면 두 기업의 재화 모두 소비로부터 얻는 단기 효용 R 을 제공하며, 소비자에게는 기업과의 거리에 의한 비용이 각각 발생한다. 지불하는 가격의 경우 분리 균형에서 사회 책임 기업(G)의 재화가 더 비싸다($p_G > p_B$). 사회 책임 기업(B)은 사회 문제에 대한 추가적 비용 지불이 있기 때문이다. 한편 식 (2.10)에서 이윤 극대화의 동기만을 지닌 기업(B)의 재화를 구매할 때 소비자에게 L 의 장기 비용이 추가적으로 발생한다는 점이다. 이는 이윤 극대화 동기만을 지닌 기업(B)는 분리 균형에서 안전하지 않은 재화(U)를 생산하게 되고, 그러한 재화의 속성은 이를 구매한 소비자로 하여금 L 의 장기 비용을 발생시키기 때문이다.

ii) 명제(proposition)의 도출

Fisman, Heal and B. Nair (2006)는 위와 같은 모형의 설정 아래 통합균형(pooling equilibrium)과 분리균형(separating equilibrium)의 존재를 보이고 세 개의 명제 (proposition)를 정리하였다.

명제 1: 기업의 비영리 지출이 신호로 작용하여 사회적으로 무관심한 기업(B)과 사회 책임 기업(G) 사이에 분리 균형을 생성하는 경우, 사회적으로 책임 있는 기업에 의해 부과되는 가격(p_G)은 사회적으로 무관심한 기업에 의해 부과되는 가격(p_B)보다 높다.

명제 2: 기업의 비영리 지출 (D^*)이 신호로 작용하여 사회적으로 무관심한 기업(B)과 사회 책임 기업(G) 사이에 분리 균형을 생성하는 경우, 두 기업간 수익성 차이는 다음과 같다.

$$\Pi_G - \Pi_B = \frac{2(c(U)+L-c(S))}{3} - D^* \quad (2.11)$$

명제 3: 사회 책임 기업(G)과 사회적으로 무관심한 기업(B) 간의

분리 균형을 발생시키는 사회적 원인으로 인한 비영리 지출 (D^*)은 경쟁적인 시장 (즉, 제품 차별화가 낮은 경우)에서 더 많이 나타날 수 있다.

iii) 의의 및 보완 사항

Fisman, Heal and B. Nair (2006)는 신호 모형을 통해 사회 책임 지출이 시장 경쟁에서 제품을 차별화하는 방법이 될 수 있다는 실질적이고 직관적인 결론을 도출하였다. 모형은 기업의 사회 공헌 활동이 더 높은 이윤으로 이어지는 이유가 그것이 경쟁적이고 차별화가 잘 이루어지지 않는 시장에서 소비자에게 신호의 역할을 하기 때문이라고 설명하고 있다.

따라서 경쟁 강도가 높고 재화 간 속성의 차이가 잘 드러나지 않는 산업일수록(예: 광고선전비의 규모가 상대적으로 큰 산업) 사회 책임 활동의 신호로써의 가치는 더 높아진다. 반면에 경쟁 강도가 낮고 속성의 차이가 잘 드러나서 신호의 가치가 떨어지는 시장에서는 사회 책임 활동의 신호로써의 가치가 낮아져, 이윤에 오히려 부정적인 영향을 줄 수 있는 것이다.

한편 Mackey, Mackey and Barney (2007)가 기업의 사회적 성과와 경제적 성과의 관계에 대한 자본 시장에서의 모형이라면, Fisman, Heal and B. Nair (2006)는 생산물 시장에서의 모형이라고 할 수 있다. 또한 Mackey, Mackey and Barney (2007)의 경우 자본 시장에 사회 의식적 투자자의 존재를 전제할 때 기업 가치를 높이기 위해 기업의 사회 공헌 활동이 이루어질 수 있다는 결론을 낸 것에 비해, Fisman, Heal and B. Nair (2006)는 특별한 전제를 지닌 소비자 그룹을 따로 설정하지 않고도, 사회 공헌적 기업의 경제적 성과가 더 좋을 수 있음을 보였다는 점에서 의의가 있다.

모형에서 사회 공헌적 기업은 안전한 제품을 생산할 때 소비자로부터 일종의 신뢰나 친밀감 같은 것(W)을 추가적으로 얻는다고 설정하였는데, 이윤 극대화만을 추구하는 기업은 안전한 제품을 생산할지라도 그러한 수입이 발생하지 않는다. 즉, 안전한 제품을 생산할 때 사회 공헌적 기업의 이윤은 $\Pi(S) + W(tL)$ 인데 반해, 이윤 극대화 기업은 $\Pi(S)$ 만을 얻는다. 이러한 가정은 2.3절의 이해 관계자 영향력 (SIC) 이론과 상통하는 부분이다. 해당 이론의 관점에서 사회 공헌적 기업은 이해 관계자 영향력 (SIC)을 충분히 축적하였기 때문에

안전한 제품을 생산하였을 때 소비자들로부터 추가적인 인정을 얻을 수 있었다고 설명할 것이다.

2.5 소결

2장의 이론 문헌 연구를 통해 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 사이에 고려할 수 있는 가설 유형을 살펴보고, 그 중 사회적 성과가 경제적 성과에 미치는 영향에 대한 가설들을 뒷받침할 수 있는 이론과 경제 모형들을 살펴볼 수 있었다.

사회적 영향 가설 (Social Impact Hypothesis)은 기업의 사회적 성과가 경제적 성과에도 긍정적인 영향을 준다는 가설이다. 이 가설은 2.3절에서의 도구적 이해 관계자 이론 안에서 설명될 수 있었다. 도구적 이해 관계자 이론은 이해 관계자가 기업에게 어떤 영향을 줄 수 있는지에 대한 설명을 포함하며, 이해 관계자의 관리를 전략적 측면에서 보는 관점이다.

한편 기업이 사회적 성과를 도모할 때 경제적 성과에 악영향을 끼칠 것이라는 상충 가설 (Tradeoff Hypothesis)이 있었다. 이는 대리인 이론(Agency Theory)을 통해 설명할 수 있었다. 사회적 성과를 위해 기업이 지출하는 비용은 향후를 위한 투자가 아니라 주주의 대리인인 경영자 개인의 효용을 위한 비용일 뿐이라는 것이다.

기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간에 역 U자 형의 관계를 주장하는 가설은 도구적 이해 관계자 이론과 대리인 이론을 함께 적용할 때 설명할 수 있다. 역 U자에서 두 성과 간 정의 방향을 보이는 구간까지는 이해 관계자의 전략적 관리를 통해 사회적 성과가 경제적 성과로 이어지는 구간으로 볼 수 있으나, 기업이 사회적 성과를 최적의 수준 이상으로 추구하여 경제적 성과를 저하시키는 수준까지 사회 문제에 비용을 지출한다면 그것은 경영자의 개인 효용 추구에 의한 대리인 문제라고 볼 수 있다. U자 형 가설은 이해 관계자 영향력 이론 (Stakeholder Influence Capacity Theory)으로 설명할 수 있었다. 지속적인 사회 공헌 활동을 통해 이해 관계자 영향력을 충분히 축적했을 때에 비로소 기업의 사회적 성과가 경제적 성과로 이어진다는 것이다.

표 2.2의 가설 유형은 경우에 따라 달라지는 Contingency Hypothesis를 포함하고 있는데 보험 이론(Insurance Theory)이 그러한 경우를 설명한다. 통상의 사회 공헌 활동은 비용을 발생시킬

뿐이지만 이를 통해 축적한 도덕적 자본은 기업이 부정적 사건에 휘말리게 될 경우 주주 가치를 보호하는 보험과 같은 역할을 하게 된다는 것이다. 2.4절에서 살펴보았던 경제 모형 중에는 Mackey, Mackey and Barney (2007)의 모형과 Fisman, Heal and B. Nair (2006)의 모형이 경우에 따라 영향이 달라질 수 있다는 Contingency Hypothesis와 상통한다. Mackey, Mackey and Barney (2007)의 모형의 경우 자본 시장에 사회 책임 투자(SRI)에 대한 초과 수요가 존재할 때, 기업의 사회 공헌 활동이 기업 가치의 제고로 이어질 수 있음을 보였다. 하지만 상대적으로 사회 책임 투자에 대한 수요가 크지 않다면 기업의 사회적 성과는 오히려 기업 가치를 감소시킬 수 있다고 하였다. Fisman, Heal and B. Nair (2006)의 모형 또한 시장의 경쟁 수준에 따라 기업의 사회적 성과가 경제적 성과에 미치는 영향의 방향이 달라질 수 있음을 보였다. 산업의 경쟁 강도가 높고 차별화의 여지가 적으며 소비자들이 제품의 숨겨진 속성을 쉽게 파악하기 어려운 경우, 기업의 사회 공헌 활동은 기업의 수익성을 높이는 데 도움을 주었다.

2.4절에선 경제 모형을 통해 기업의 사회적 성과와 경제적 성과의 관계를 설명하는 문헌을 살펴보았는데, Mackey, Mackey and Barney (2007)의 모형과 Fisman, Heal and B. Nair (2006)의 모형의 경우 기업이 전통적으로 직면하는 자본 시장과 생산물 시장을 바탕으로 모형을 전개하였다. 이와 달리 Maron (2006)의 모형은 이해 관계자들이 기업의 사회 공헌 활동으로부터 사회적 재화를 획득한다고 가정하고, 생산물 시장과 독립적으로 존재하는 사회적 재화 시장을 도입하였다. 한편 이해 관계자 이론의 풍성한 연구와 전개에 비해 경제 모형을 이용한 이론 문헌은 상대적으로 부족했다. 기업의 이윤 극대화 목적과 사회 공헌 활동이 상충하지 않을 수 있다는 가능성을 열어 두고, 이윤 극대화를 목적으로 하는 기업의 의사 결정 모형에 사회 공헌 활동을 포함시키는 경제 모형 연구가 향후의 주제가 될 수 있을 것이다.

이상의 논의를 통해 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간의 관계를 설명하는 기존의 이론과 경제 모형들을 정리할 수 있었다.

제 3 장 기업의 사회적 성과와 경제적 성과에 관한 문헌 연구 -실증적 접근-

3.1 서론

2장에서 기업의 사회적 성과와 경제적 성과에 관한 이론을 살펴보았다면 3장에서는 현실에서 두 성과가 어떠한 관계를 가졌는지 분석한 실증 연구들을 살펴보고 한다.

기업의 사회적 성과와 경제적 성과의 관계에 관한 실증 연구는 1970년대 이후 기업의 사회적 책임에 대한 논쟁에서 시작되어 현재까지도 활발히 진행되고 있는 영역이다. 40여년의 시간이 흐르는 동안 같은 주제의 연구가 지속적으로 출판되었던 이유는, 시간이 지날수록 기업의 이해관계자 관계의 영역이 점점 단순해지기보다는, 더 넓고 다양하고 복잡해지면서, 점차 기업은 여러 가지 목소리를 지닌 요구에 직면하게 되었기 때문이다. 또한 이러한 변화의 흐름은 시대나 지역, 산업 등에 따라 모습을 달리해가며 지속되고 있기 때문에, 현실을 설명하기 위해 관련 연구가 여러 학자들에 의해 지속되었던 것이다.

그에 따라 기업의 사회적 성과와 경제적 성과의 관계에 관한 실증 연구는 다양한 시대와 지역, 산업 등에 걸쳐서 여러 가지 서로 다른 자료와 분석 기법을 통해 행해지게 되었고, 서로 간에 비교가능성이 떨어지게 되었다. 따라서 4장으로 이어질 본 연구에서 우리나라 상장 기업의 자료를 이용한 실증 연구를 시작하기 이전에 기존 연구들을 체계적으로 정리할 필요성이 있었다.

두 성과의 관계에 관한 연구가 이론 문헌보다는 주로 실증 분석 문헌이 많았기 때문에 40년 이상의 시간이 흐르면서 상당히 많은 수의 실증 분석 연구가 축적되어 있었다. 3장에서 정리한 기존 문헌은 국외 문헌의 경우 다른 연구에의 인용이 적어도 100여건 이상이 되는 문헌으로 제한하였다. 그 결과 국내외 55개의 관련 실증 연구들을 살펴보게 되었고, 각 연구의 시대, 가설, 사용한 자료, 방법론에 따라 분류하고 정리하였다. 그 결과 과반수 이상의 연구가 기업의 사회적 성과가 경제적 성과에 미치는 긍정적 영향을 확인해주고 있음을 알 수 있었다. 또한 시대의 흐름에 따라 달라지는 연구 결과의 경향성도 확인할 수 있었다.

3.2절에서는 가설 유형 별로 기존 문헌을 정리한 결과와 그 안에서 주목해볼 만한 내용들을 정리하였다. 3.3절은 1970년대부터 시대 별 연구의 흐름을 살펴보고 경향성을 정리하였다. 마지막으로 3.5절에서는 사용된 55개 논문 전체의 간략한 사항을 표로 정리하였다.

3.2 실증 분석 연구 결과의 가설 유형별 정리

기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간의 관계에 대한 실증 분석 연구는 이론 연구에 비해 더욱 활발히 이루어져왔다. 표 3.2는 국내외 55개 관련 실증 연구들의 가설 유형, 기업의 사회적 성과를 측정하는 데 사용된 변수, 기업의 경제적 성과를 측정하는 데 사용된 변수, 분석에 사용된 표본 등의 정보를 보여주고 있다. 먼저 지난 실증 분석 연구들의 결과의 전반적인 방향성을 확인하기 위해 표 2.2에서 제시한 두 성과간 관계에 대한 가설 유형 별로 속하는 기존 문헌을 계수해보았다.

표 3.1 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간의 관계에 대한 실증 분석 연구의 가설 유형 별 연구 수

	Positive	Negative	U-shape	Inverted U-shape	Contingency hypothesis	No association
Social → Economic	25	3	6	3	4	2
Economic → Social	4	0				
Social ↔ Economic	6	1				

전체 55개의 실증 연구 중 어느 쪽으로도 판단할 수 없다는 1개의 연구 결과 (Griffin and Mahon, 1997)를 제외한 54개의 연구가 표 3.1에 가설 유형 별로 계수되어 있다. 양의 시너지 가설 (Positive Synergy)과 음의 시너지 가설 (Negative Synergy)의 경우 각각 사회적 영향 가설 (Social Impact Hypothesis)과 가용 자금 가설 (Available Funding Hypothesis), 상충 가설 (Tradeoff Hypothesis)과

기회주의 가설 (Opportunism Hypothesis)이 결합된 가설이지만 개별 가설 유형에는 중복 집계하지 않았다.

표 3.1을 보면 54개 중 약 46%의 25개의 실증 연구가 기업의 사회적 성과가 경제적 성과로 이어진다는 사회적 영향 가설 (Social Impact Hypothesis)를 지지하고 있다. 양의 시너지 가설 (Positive Synergy) 가설 유형까지 더하면 과반수 이상의 연구가 기업의 사회적 성과가 경제적 성과에 미치는 긍정적 영향을 확인해주고 있음을 알 수 있다. 이는 기업의 사회 공헌 활동이 경제적 성과에 미치는 영향에 관해 여러 가지 다양한 의견이 있는 가운데 전반적으로 긍정적인 영향을 주고 있다는 관점이 중론임을 보여준다. 이는 메타 분석 (meta-analysis) 결과로도 확인되는데, 기존 실증 분석 연구들을 종합적으로 분석한 8개의 메타 분석 연구가 모두 기업의 사회적 성과가 경제적 성과에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 확인해주고 있다(Orlitzky, 2001; Orlitzky, Schmidt and Rynes 2003; Allouche and Laroche, 2005; Margolis, Elfenbein and Walsh, 2007; Beurden and Gossling, 2008; Boaventura, Silva and Bandeira-de-Mello, 2012; Endrikat, Guenther and Hoppe, 2014; Lu et al., 2014).

한편 기업의 사회적 성과가 경제적 성과에 주는 영향은 없지만, 두 변수 간에 양의 상관 관계가 나타나는 이유는 경제적 성과가 분명히 사회적 성과로 이어지기 때문이라는 4개의 실증 연구가 있었다(McGuire, Sundgren and Schneeweis, 1988; Moore, 2001; Seifert, Morris and Bartkus, 2004; Nelling and Webb, 2009).

기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간의 관계를 음의 관계로 분석한 실증 연구는 전부 4개의 문헌에 그쳐 그 수가 상대적으로 적었다(Vance, 1975; Wright and Ferris 1997; 고성천, 박래수, 2011; Hirigoyen and Poulain-Rehm, 2015). 이 중 고성천, 박래수(2011)의 경우 사회적 책임 달성이 높은 수준의 기업에 한해서는 사회적 성과가 기업 가치를 높여준다고 분석하여 나머지 세 연구와는 결을 조금 달리 한다. 나머지 세 연구, Vance (1975), Wright and Ferris (1997), Hirigoyen and Poulain-Rehm (2015)의 특징은 기업의 사회적 성과를 측정하는 측도(measure)가 독자적이라는 점이다. 독자적이라는 의미는 다른 연구에선 쓰인 적이 없는 측도라는 의미이다. Vance (1975)는 1972년에 경영학 대학원생들을 대상으로 사회적 성과 차원에서 기업의 순위를 매긴 조사 자료를 사회적 성과의 측도로 사용하였다. Wright and Ferris (1997)의 경우 더욱 특수한 상황인데, 1984년부터 1990년

사이에 이뤄진 남아프리카 공화국에 대한 투자 철회 선언 여부를 사회적 성과의 지표로 삼았다. 이는 당시 남아프리카 공화국의 인종차별 정책으로 인해 발생한 남아프리카 공화국에 대한 전세계적 보이콧 운동의 일환이었다. 실증 분석 결과 남아프리카에서의 사업을 철회한다는 선언은 초과 주식 수익률 (Excess stock returns)에 음의 영향을 주었다고 나타났는데, 이는 기업이 수익이 떨어진다는 이유로 사업을 철회한 것이 아니라 여론과 정치적 압력에 의해 사업을 철회했기 때문이라고 분석하고 있다. Hirigoyen and Poulain-Rehm (2015)의 경우 VIGEO라는 사회적 성과 평가 업체 (social responsibility rating agency)에서 제공하는 점수를 변수로 사용하였는데, 다른 연구에서는 쓰인 바가 없는 기관의 지수이다. 즉, 변수 설정의 특수성으로 인해 다른 실증 연구들의 전반적인 결과와 불일치했을 것으로 추측할 수 있다.

역 U자의 관계를 주장하는 실증 분석 연구들은 기업의 사회 공헌 활동에 최적의 수준이 있으며, 최적 수준에 도달할 때까지는 기업의 사회적 성과가 경제적 성과로 이어지지만, 그 이상을 넘어서면 사회 공헌 활동으로 인해 얻는 편익보다 비용이 더욱 커져 경제적 성과에 악영향을 끼친다고 분석한다. 최적 수준을 초과하여 발생하는 사회 공헌 활동을 대리인 문제 (Agency problem)로 보고 있다(Wang, Choi and Li, 2008; 최운열, 이호선, 홍찬선 2009; 류지호, 조성표, 2013). 세 개의 문헌이 그러한 실증 분석 결과를 보이고 있는데 전체 연구에서 차지하는 비중은 작지만, 세 연구 모두 기업의 사회적 성과를 기부금으로 측정하고, 기업의 경제적 성과를 토빈의 Q (Tobin's Q)로 측정했다는 공통점을 보인다.

Contingency Hypothesis로 가설 유형을 구분한 네 개의 연구는 특정한 조건과 상황에서 특정한 관계를 나타내는 실증 분석 결과를 보여주었다. Baird, Geylani and Roberts (2012)는 산업 군에 따라 기업의 사회적 성과가 경제적 성과에 주는 영향이 상이할 수 있음을 보였다. Godfrey, Merrill and Hansen (2009)의 경우 사건 연구 (event study)를 통해 기업의 사회 공헌 활동이 일종의 보험과 같은 역할을 하여서 부정적인 사건이 터졌을 때 주주의 이익을 보호할 수 있음을 보였다. 이러한 실증 분석 결과는 앞 절의 이론 연구에서 보았던 보험 이론 (Insurance Theory)을 지지하는 결과이다. Laan, Ees and Witteloostuijn (2008)은 기업의 사회적 성과에 있어서 긍정적인 지표와 부정적인 지표를 구분하고, 기업이 긍정적인 지표를 만족시키는 경우 경제적 성과에 주는 영향은 없지만, 부정적인 지표를 충족할 때

ROA와 EPS에 음의 영향을 주고 있음을 보였다. 나영, 홍석훈 (2011)은 사회 공헌 활동이 어느 이해 관계와 결부되어 있는지에 따라 경제적 성과에 미치는 영향이 달라질 수 있음을 보였다. 구체적으로 근로자의 만족 수준을 높이기 위한 활동은 기업 가치에 양의 영향을 주었지만 환경 보호 활동 같은 경우에는 음의 영향을 주었다.

한편 U자의 관계를 주장하는 실증 분석은 최근의 연구에서 상대적으로 많이 드러나고 있다(Barnett and Salomon, 2006; Brammer and Millington, 2008; Barnett and Salomon, 2012; Nollet, Filis and Mitrokostas, 2015; Ding, Ferreira and Wongchoti, 2016; Wang et al., 2016). 이는 이해 관계자 영향력 이론 (Stakeholder Influence Capacity Theory)을 지지하는 결과인데, 이해 관계자 영향력 (SIC)이 충분히 축적되기까지는 기업의 사회적 공헌 활동이 경제적 성과를 가져오지 않는 비용일 뿐이지만, 이해 관계자 영향력 (SIC)이 특정 수준을 넘어서게 되면 기업의 사회적 성과는 경제적 성과로 이어진다는 것이다. 해당 실증 분석 연구들의 공통점은 다른 실증 분석 연구들의 표본에 비해 시계열의 길이가 길다는 것이다. 1970년대 이후 기업의 사회적 성과에 대한 관심이 점차 높아지면서 긴 시간 평가를 축적한 자료도 생성되었고, 해당 분야의 평가 기관도 다양 해졌다. 이는 최근의 연구가 과거의 연구보다 더 긴 시간에 걸친 실증 분석을 할 수 있게 해주었고, 그에 따라 기업의 사회 공헌 활동이 축적되어 생성되는 개념인 이해 관계자 영향력 (SIC)이나 도덕적 자본 (moral capital)과 같은 개념을 실증적으로 검증하는 것이 가능해진 것으로 볼 수 있다.

3.3 실증 연구의 시대 별 흐름

이해 관계자 영향력 이론 (Stakeholder Influence Capacity Theory)과 U자형 실증 분석 연구는 비교적 최근의 경향으로 기업의 사회적 성과와 경제적 성과의 연구가 여전히 이론적, 실증적 발전의 단계에 있음을 보여준다. 이에 55개의 실증 연구를 연대 별, 가설 유형 별로 구분하여 1970년대부터 2010년대 까지의 시대별 경향성을 확인해보려고 한다.

그림 3.1 시대 별 실증 연구의 경향성

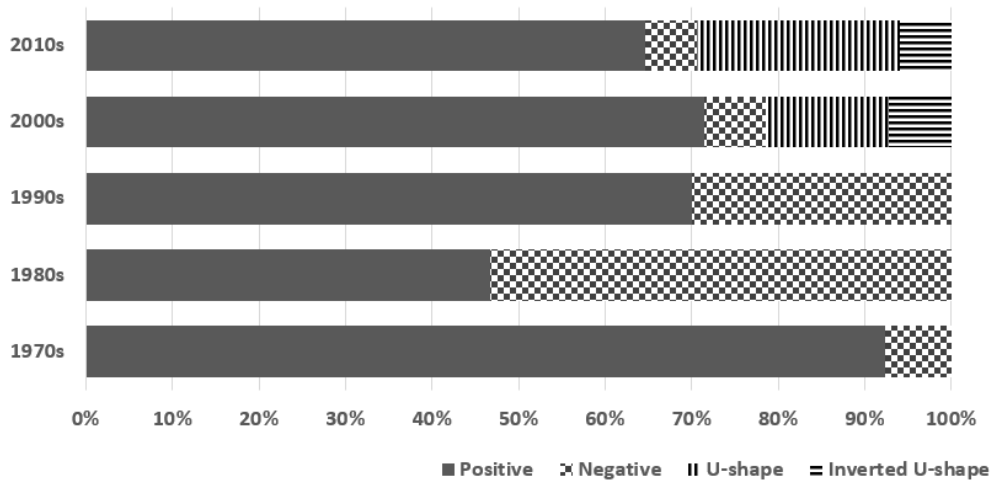


그림 2.1은 10년 단위의 시대 별로 1970년대부터 2010년대까지의 실증 연구 결과의 비율을 보여주고 있다. 직관성을 위해 1~3 유형은 positive로, 4~6 유형은 negative로, 7~9 유형은 U-shape으로 10~12 유형은 Inverted U-shape으로 분류하고, 나머지 경우에 따라 다른 결과나 관련성이 없는 결과는 그림에 포함하지 않았다. 표 3.2에 포함되지 않은 결과들도 고려하기 위해 1970년대부터 1990년대의 집계에 Griffin and Mahon (1997)의 집계를 활용하였다.

1980년대를 제외하고는 기업의 사회적 성과와 경제적 성과가 양의 관계를 지니고 있다는 연구가 과반 이상을 차지하고 있음을 볼 수 있다. 둘 간의 음의 관계를 분석한 실증 연구는 1980년대에 가장 많았다가 1990년대에 감소하는 경향을 보이면서 2000년 이후로는 거의 보이지 않게 되었다. 이를 통해 1970년대부터 기업이 사회 공헌 활동을 본격적으로 시작하면서, 1980년대까지는 경제적 성과에 양의 영향을 미치는 최적의 사회적 성과 수준을 찾기 위해 시행착오의 과정이 있었다고 유추해볼 수 있다. 1980년대에 사회 공헌 활동을 하면서 경제적 성과의 저하를 겪었기 때문에 시대가 지나면서 최적의 수준을 찾아갈 수 있었고, 두 성과 간의 관계가 양의 방향으로 변모된 것이다. 기업의 사회 참여 활동의 역사가 길어지면서 1990년대 이후 경제적 성과에 도움을 주는 적정 수준의 사회 공헌 활동을 하게 되었다고

해석할 수 있는 것이다.

한편 2000년대부터 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간에 선형 관계를 벗어난 결과들이 나오기 시작하는데, U자형 관계와 역U자형 관계이다. 2000년대에서 2010년대로 넘어가면서 U자형 관계의 연구 비중이 더욱 커져가고 있음을 확인할 수 있다. 이는 이해 관계자 영향력 이론 (Stakeholder Influence Capacity Theory)이 최근의 연구에서 활발하게 검증되고 있음을 보여준다.

3.4 소결

3장의 연구를 통해 현실에서 기업의 사회적 성과와 경제적 성과가 어떠한 관계를 가졌는지 분석한 실증 연구들을 정리할 수 있었다. 1970년대부터 현재까지 축적된 관련 국내외 실증 문헌들 중 55개를 선정하여 각 연구의 시대, 가설, 사용한 자료, 방법론에 따라 분류하고 정리하였다. 그 결과 전반적으로 과반수 이상의 연구가 기업의 사회적 성과가 경제적 성과에 미치는 긍정적 영향을 확인해주고 있음을 알 수 있었다.

또한 시대의 흐름에 따라 달라지는 연구 결과의 경향성도 확인하였는데, 1980년대를 제외하고는 기업의 사회적 성과와 경제적 성과가 양의 관계를 지니고 있다는 연구가 50% 이상을 차지하고 있음을 확인할 수 있었다. 한편 1980년대에는 두 성과 간 음의 관계를 분석한 실증 연구가 많았고, 1990년대에 들어서면서 감소하는 경향을 보이면서 2000년 이후로는 거의 보이지 않게 되었는데, 이를 통해 1970년대부터 기업이 사회 공헌 활동을 본격적으로 시작하면서, 1980년대까지는 경제적 성과에 양의 영향을 미치는 최적의 사회적 성과 수준을 찾기 위해 시행착오의 과정이 있었다고 유추해볼 수 있었다. 한편 최근의 연구 경향으로 두 성과 간 U자의 관계를 검증하는 경향이 드러났다. 두 성과 간 U자의 관계를 주장하는 기반이 되는 이론은 이해 관계자 영향력의 축적을 강조한다. 이해 관계자 영향력이 충분히 축적되었을 때 기업의 사회적 성과가 경제적 성과로 이어진다는 것이다. 해당 문헌들의 특징으로 자료의 시계열의 기간이 10년 이상으로 길다는 것인데, 기업의 사회적 성과의 평가와 기록의 역사가 길어지면서 가능해진 부분으로 볼 수 있다. 긴 시계열의 자료를 사용함으로써 이해 관계자 영향력이라는 일종의 무형 자산의 축적으로 인한 효과를 검증하는 데에 용이했을 것이다.

3.5 부록

표 3.2 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간의 실증 분석 연구 정리

저자	연도	타입	종속 변수	설명 변수	표본	기타
Alexander and Buchholz	1978	14	주식 수익률 계산, (Fama (1976)의 방법 사용)	두 개의 조사를 통해 CSP 순위를 부여	50 여 개 글로벌 기업	효율적 시장 가설 지지
Allouche and Laroche	2005	1			82개 연구로부터 373개 관측치	-meta-analysis 수행 -미국 이외 국가 포함
Baird, Geylani and Roberts	2012	13	Observed stock price	Domini 400 Social Index	-DS400에 포함된 1,153 firms -2001~2008	산업군에 따라 영향의 방향이 다름
Barnett and Salomon	2012	7	ROA	KLD Ratings	-KLD에 포함된 1,214 firms - 1998~2006	SIC의 중재효과 존재
Barnett and Salomon	2006	7	SRI 펀드의 risk-adjusted financial performance	SRI 펀드의 social screening intensity	-61개의 SRI funds -1972~2000	- 시계열이 긴 연구
Beurden and Gossling	2008	1			34개 실증 연구	-meta-analysis 수행
Boaventura, Silva and Bandeira-de-Mello	2012	1			58개 실증 연구	-meta-analysis 수행
Brammer and Millington	2008	7	Market-based performance measure	Charitable giving	- 런던 주식 거래소에 상장된 537 firms -1990~1999	
Callan and Thomas	2009	1	ROS, ROA, ROE, and Tobin's q	KLD-based CSP measures	-650 개 기업 -2004~2005	
Ding, Ferreira and Wongchoti	2016	7	Tobin's q	KLD-based CSP measures	-연도별로 546~2655 firms -1991~2009	- 시계열이 긴 연구
Endrikat, Guenther and	2014	3			149 studies	-meta-analysis 수행

Hoppe						
Godfrey, Merrill and Hansen	2009	13	Cumulative abnormal return	Socrates Ratings-based CSP measures	178개 negative legal/regulatory actions -1993~2003.	-event study -CSR이 보험과 같은 역할을 함
Griffin and Mahon	1997	-	ROA, ROE, Total Assets, Asset age, 5-year return on sales로부터 total average rank 계산	TRI, KLD, Corporate 500 Directory, Fortune Survey의 네 가지 소스로부터 total average rank 계산	-7개 국영 화학 기업 -1990,1992	-table categorizing Studies -inconclusive한 결과
Hirigoyen and Poulain-Rehm	2015	6	ROA, ROE, market to book ratio	Vigeo ratings	-329개 상장기업 -2009~2010	-미국, 유럽, 아시아 기업 포함
Jo and Harjoto	2011	1	Industry-adjusted Tobin's q	KLD Ratings	-2952 firms -1993~2004	지배구조가 매개변수 역할
Konar and Cohen	2001	1	Tobin's q, Intangible assets	독성화학물질 방수량, 환경 관련 고소건	-321 firms in S&P -1989	제조 기업 한정
Laan, Ees and Witteloostuijn	2008	13	ROA, EPS	Positive indicators/negative indicators using KLD	-S&P 500 -1997~2002	-부정적인 CSP가 CFP에 음의 영향
Lev, Petrovits and Radhakrishnan	2010	1	Sales growth	Charitable contributions	-U.S. public companies -1989~2000	-소비자 만족이 매개변수 역할
Liang, Renneboog	2016	1	Tobin's q	Charitable donations	-Global coverage 2,026 firms -2004~2013	-정치적 기부는 영향이 없었다
Lin, Yang and Liou	2009	1	-ROA -5가지 장단기 시장 수익률 측도	- Donations - 자체 기준에 따라 CSP 높은 그룹, 낮은 그룹 나누어 더미 부여	-top 1000 (by sales revenue) Taiwan-based companies -2002~2004	-R&D가 매개변수 역할
Lu et al.	2014	3			-84 studies -2002~2011	-meta-analysis -관계가 시대에 따라 달라짐을 지적
Margolis, Elfenbein and Walsh	2007	3			-167 studies	-meta-analysis
McGuire, Sundgren and	1988	2	-stock-market returns	Ratings from Fortune survey	1985~1986	

Schneeweis			-accounting-based measures			
McWilliams and Siegel	2000	14	Accounting measures of profitability	KLD ratings	-524 firms -1991~1996	
Moore	2001	2	Financial performance score	EIRIS 등의 자료로부터 이해 관계자 별로 평가	-8개 영국 슈퍼마켓 기업 -1997~2000	
Nelling and Webb	2009	2	-ROA -Common stock returns	KLD-based CSP measures	-600 U.S. firms -1993~2000	
Nollet, Filis and Mitrokostas	2015	7	-ROA, Return on Capital -Excess Stock Returns	Bloomberg's Environmental Social Governance (ESG) Disclosure score	-S&P500 firms -2007~2011	
Orlitzky	2001	1			15,000 obs.	-meta-analysis
Orlitzky, Schmidt and Rynes	2003	3			-52 studies -33,878 obs.	-meta-analysis
Pătări et al.	2014	1	ROA	KLD Ratings	-14개 에너지 기업 -1991, 2009	Grangercausality 시행
Patten	2007	1	5-day cumulative abnormal return	donations for 2004 tsunami in Southeast Asia	79 U.S. companies	
Rodriguez-Fernandez	2016	3	- ROA, ROE - Tobin's q	GRI (Global Report Initiative) Index	- 121 listed Spanish firms -2009	
Salama	2005	1	Subsequent corporate financial performance	Corporate reputation index of Britain's Most Admired Companies	-239 UK firms -2000~2001	
Seifert, Morris and Bartkus	2004	2	Total return to shareholders	Monetary donations	-157 firms -1998	
Simpson and Kohers	2002	1	ROA, Loan losses	Community Reinvestment Act ratings	-385 U.S. commercial banks -1993~1994	지역사회라는 이해 관계자의 고려
Tsoutsoura and Margarita	2004	1	ROA, ROE, ROS	KLD ratings, Domini 400 Social Index	-Most of the S&P 500 -1996~2000	

Vance	1975	4	% change in price per share	Survey from business school students	-45 major firms -1972, 1974	단순회귀분석
Waddock and Graves	1997	3	ROA, ROE, ROS	KLD-based CSP measures	-Most of the S&P 500 -1989~1991	
Wang et al.	2015	1	ROA, ROE, Tobin' s q	Dow Jones Sustainability Index 사용해 영역별로 4개의 점수 측정	-Taiwanese high-tech companies -2010-2013	
Wang et al.	2016	7	-ROA, ROE, EPS -Stock return, price-earnings ratio	MSCI Environmental, Social and Governance Intangible Value Assessment index	-30 international construction companies -2007~2013	
Wang, Choi and Li	2008	10	- ROA - Tobin' s q	Charitable giving	-817 firms listed in the Taft Corporate Giving Directory -1987~1999	
Waworuntu, Wantah and Rusmanto	2014	1	-5 Year Average ROA, ROE, EPS -Return on Equity	-기업의 sustainability report로부터 측정	-40 firms (FTSE Asean 40 Index) -2007~2011	
Wright and Ferris	1997	4	Excess stock returns	Divestment announcements of South African operation	-116 divestments 중에서 31 US firms' case -1984~1990	-event study -정치적 압력에 의해 agency problem 발생 가능
국내 연구						
고성천, 박래수	2011	4 7	Tobin' s q	KEJI 200 선정 여부	-상장기업 -2000~2008	CSR 우수기업군을 전제로는 긍정적 영향
국찬표, 강윤식	2011	1	Tobin' s q	에코프론티어의 평가결과	-250여개 상장기업 -2008~2009	기업지배구조 수준이 매개 변수 역할
김성환, 김미나	2011	1	당기순이익(t)/총자산(t-1)	기부금 지출	-상장기업 -1992~2007	
나영, 홍석훈	2011	13	Tobin' s q	KEJI지수	-200개 상장기업 -2004~2008	

류지호, 조성표	2013	10	Tobin' s q	기부금 지출	-상장기업 -2003~2007	대리인 문제 지적
변상민, 김재환, 남인우	2013	1	Tobin' s q	한국 능률협회컨설팅 KMAC 지수	-278개 기업 -2004~2009	광고비와 소비자 만족도가 매개 변수 역할
신민식, 심상헌	2001	1	누적 비정상수익률	경제정의기업상 수상 여부	-288개 상장기업 -1990~1998	
장지인, 최현섭	2010	1	ROA, Tobin' s q	KEJI지수	-130개 상장기업 -1998~2005	
최운열, 이호선, 홍찬선	2009	10	Tobin' s q	기부금 지출	-상장기업 -1999~2005	소유구조가 매개 변수 역할
최원욱, 배지현, 김상일	2009	1	Tobin' s q	기부금 지출	-상장기업 -2001~2006	소유구조가 매개 변수 역할

제 4 장 기업의 사회 공헌 활동과 기업 가치의 관계에 대한 실증 연구

4.1 서론

4장에서는 우리나라 기업의 사회 공헌 활동과 기업 가치의 관계에 대한 실증 연구를 시행하였다.

기업은 사회 공헌 활동을 통해 다양한 이해 관계자와의 관계 속에서 경쟁 우위를 점할 수 있다는 이론을 바탕으로, 기업의 사회 공헌 활동은 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 가설과 그 과정에서 소비자-생산물 시장-와 투자자-자본 시장-의 두 경로를 통할 것이라는 가설을 검증하였다.

이를 위해 코스피(KOSPI)시장과 코스닥(KOSDAQ)시장에 상장된 1,201개의 비금융 기업을 대상으로 2011년부터 2016년까지의 패널데이터를 구축하였다. 기업의 사회 공헌 활동은 기부금 지출로 측정하였고, 기업 가치는 토빈의 큐(Tobin's q)를 사용하였다. 해당 패널 자료를 바탕으로 기업의 기부금 비율이 기업 가치에 미치는 양의 영향을 식별하였으며, 비선형 관계의 확인과 대기업, 전경련 회원사 등의 하위 표본에 대한 추정을 통해 다각도의 분석을 시도하였다.

이어지는 4.2절에서는 가설의 설정과 이론적 배경을 서술하였다. 4.3절에서는 자료와 변수에 대한 설명과 기술통계량을 실었으며, 4.4절에서는 기업의 사회 공헌 활동은 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 가설을 검증하였다. 그 과정에서 소비자-생산물 시장-와 투자자-자본 시장-의 두 경로를 통해 기부금 비율이 기업 가치에 미치는 영향을 식별해내는 내용을 4.5절에서 다루었다. 4.6절에서 전체의 내용을 정리하였다.

4.2 가설과 이론적 배경

4장에서는 기업의 사회 공헌 활동이 기업 가치에 미치는 영향에 대한 실증 분석 연구를 할 것이다. 이를 위해 Donaldson and Preston (1995)의 도구적 이해 관계자 이론(Instrumental Stakeholder

Theory)의 관점에서 출발하여 가설을 발전시키려 한다. 도구적 이해 관계자 이론(Instrumental Stakeholder Theory)은 이해 관계자와의 관계 속에서 기업의 행위가 가지는 "영향"에 관심을 갖는다. Jones (1995)는 이에 대해 기업이 이해 관계자 관리를 통해 경쟁 우위를 가질 수 있다고 하였다. 주주는 가장 작은 의미에서의 이해 관계자라고 할 수 있지만, Jones (1995)의 이론에서의 기업에게 경쟁 우위를 줄 수 있는 이해 관계는, 주주와의 관계를 넘어서 가깝게는 근로자, 채권자, 소비자, 넓게는 미래의 투자자, 정부, 자연 환경, 지역 사회와의 관계까지도 포함될 수 있다. 즉, 도구적 이해 관계자 이론(Instrumental Stakeholder Theory)의 관점에서, 기업의 사회 공헌 활동은 포괄적인 이해 관계자의 관리로 볼 수 있고, 그것이 기업 가치에 미치는 영향을 분석하는 것은 이해 관계가 기업에 주는 영향을 설명하는 도구적 이해 관계자 이론(Instrumental Stakeholder Theory)의 범위에 속한다고 할 수 있다. 따라서 Jones (1995)의 이론은 기업은 사회 공헌 활동을 통해 경쟁 우위를 점할 수 있으며, 이는 기업 가치의 상승으로 이어질 수 있다는 추론이 가능하다. 그렇다면 기업의 이해 관계자 관리, 즉 사회 공헌 활동이 가져올 수 있는 경쟁 우위에는 무엇이 있을까?

Godfrey, Merrill and Hansen(2009)은 주주의 부를 부정적 사건으로부터 보호해줄 수 있는 도덕적 자본 (moral capital)을 설명하는데 이는 기업이 사회 공헌 활동을 통해 얻을 수 있는 경쟁 우위 중의 하나라고 할 수 있다. 보다 적극적인 관점에서 Barnett and Salomon (2012)은 기업은 꾸준한 사회 공헌 활동을 통해 이해 관계자 영향력 (Stakeholder Influence Capacity Theory: SIC Theory)을 축적할 수 있는데, 이것이 충분히 쌓이면, 기업의 모든 이해 관계자 관리 속에서 이득을 취할 수 있을 것이라 설명하였다. 즉, 이해 관계자 영향력(SIC)도 기업이 사회 공헌 활동을 통해 얻을 수 있는 경쟁 우위 중의 하나이다. 예컨대 Brammer and Millington (2005)은 기업이 자선적 기부금의 지출 수준을 높일 때 높은 명성을 얻을 수 있었다고 실증 분석하였는데, 높은 명성은 기업의 이해 관계자 관리의 효과성을 높여주어 사회 책임 활동이 경제적 성과에 미치는 영향에 긍정적인 조절 효과를 지닌다(Bae and Cameron, 2006; Alshammari, 2015). 따라서 명성 또한 기업이 이해 관계자 관리를 할 때, 다른 말로 사회 공헌 활동을 할 때 얻을 수 있는 경쟁 우위 중 하나라고 할 수 있다.

구체적으로 주요 이해 관계자 그룹 별로 어떤 경쟁 우위의 원천을 찾을 수 있을 지 살펴보자.

4.2.1 근로자 -기업 내부에서의 이해 관계-

근로자는 기업의 가깝고도 중요한 내부 이해 관계자이다.

근로자에 대한 관리는 경영학의 인적 자원 관리 (Human Resource Management)에서 자세히 연구되고 있다. 다양한 인적 자원 관리 이론과 경험적 증거들은 기업이 직원을 어떻게 관리하느냐에 따라 재무 성과에 미치는 영향이 달라질 수 있음을 설명한다(Delery & Doty, 1996; Huselid, 1995; Pfeffer, 1994; Youndt, Snell, Dean, & Lepak, 1996). 인적 자원은 기업이 경쟁 우위를 달성하기 위해 매우 소중한 원천이 될 수 있기 때문이다(Huselid, 1995; Pfeffer, 1994). 예컨대 기업은 근로자의 복지와 근무 여건을 개선하고 근로자와의 관계를 원활하게 도모함으로써 결근을 줄이고, 생산성을 높이며, 근로자의 헌신과 노력을 증가시킬 수도 있다.

4.2.2 소비자 -생산물 시장에서의 이해 관계-

소비자는 기업의 외부 이해 관계자 중 가장 가까운 그룹이라고 볼 수 있다. 상식적으로 소비자와의 관계를 원활히 할 때 기업이 이득을 볼 수 있다는 것은 자명하다.

Park, Kim and Kwon (2017)은 실증 분석을 통해 높은 기업 윤리적 기준을 지닌 기업에 대해 소비자들은 그 기업이 사회 공헌적 성격을 띄고 있다고 생각하여 기업의 재화와 서비스에 대해 더 높은 만족과 신뢰를 보이며 기업에 대한 충성을 유지한다고 하였다(Park, Lee and Kim, 2014).

Mohr, Webb and Harris (2001)는 사회 책임적 기업에 대한 소비자의 행위에 대한 조사와 실험을 진행하였는데 그 결과 소비자들은 자선적 기부금 지출을 하는 기업에게 긍정적인 태도를 지니고 있으며, 어떤 형태로든 보상을 주길 원하며, 이는 그들의 구매 결정에 영향을 준다고 하였다.

4.2.3 투자자 -자본 시장에서의 이해 관계-

소비자가 생산물 시장 (product market)에서의 기업의 주요 이해관계자라면 투자자는 자본 시장 (capital market)에서의 주요 이해관계자이다. 여러 실증 연구들은 기업의 사회 공헌적 성격과 행동이 투자자가 직면하게 되는 기업의 위험도를 낮출 수 있음을 보이고 있다.

Kim, Li and Li (2014)는 실증 분석을 통해 기업의 사회적 책임 활동이 주가 급락 위험 (stock price crash risk)을 완화시킨다고 하였다. 급락 위험 (crash risk)에 대한 다른 영향을 통제하였을 때 기업의 사회 공헌 수준은 미래 주가 급락 위험 (stock price crash risk)과 음의 관계를 지녔다.

Jo and Na (2012)는 미국 기업들을 대상으로 논쟁의 여지가 있는 산업 군 (controversial industries)에서의 기업의 사회적 책임 달성 수준과 기업의 위험도 간의 관계를 분석하였다. 이를 통해 기업의 사회 공헌 활동이 논쟁의 여지가 있는 산업에 속한 기업의 위험을 낮출 수 있음을 보였다. 즉 논쟁의 여지가 있는 산업에 속한 기업의 경영자들은 위험 관리를 위해 사회 공헌 활동을 전략적으로 활용할 수 있는 것이다.

한편 이러한 위험도의 하락은 기업 신용 평가 기관의 개선된 보고로 이어지며 이러한 경향은 최근 들어서 더욱 두드러지고 있다. Ioannou and Serafeim (2015)은 증권 회사의 기업 애널리스트들의 분석 경향이 시대에 따라 달라지고 있음을 지적하였다. 애널리스트 보고서를 바탕으로 한 실증 분석에서 1990 년대 초의 애널리스트들은 높은 사회 공헌 수준을 지닌 기업에 대해 투자자들에게 비관적인 권고를 내리는 경향을 확인하였다. 하지만 이러한 애널리스트들의 경향성이 시간의 흐름에 따라 점차적으로 낙관적으로 평가로 변화하는 모습을 포착할 수 있었다. 특히 이러한 평가의 변화는 경력이 높은 애널리스트들로부터 먼저 이루어져 왔음을 관찰할 수 있었다. 이는 3장에서 기존의 실증 분석 문헌을 정리하면서 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간의 관계가 1980년대 대부분의 문헌에서 음의 관계로 나타났다가, 점차 시간이 흐르면서 1990년대에는 대부분 양의 관계로 결론을 내렸던 것과 상통한다. 즉, 기업의 사회 공헌 활동이 점차 전략적 측면에서 이루어지면서 경제적 성과에 도움이 되는 방향의 수준과 방법을 찾아가는 과정이 있었던 것으로 추론해볼 수 있다.

한편 Attig et al. (2013)은 기업의 사회적 책임 수준과 기업의 신용 등급 간의 관계에 대한 분석을 하였다. 그 결과 신용 평가 기관이

사회적 성과가 좋은 기업에 상대적으로 높은 등급을 부여하는 경향이 있음을 발견하였다. 기업의 신용 평가는 재무적 요소와 비재무적 요소를 바탕으로 이루어지는데 비재무적 요소는 관찰할 수 없는 부분이 많아서 신용 평가 기관 입장에서 위험 요인으로 여겨진다. 그런데 기업의 주요 이해 관계자 관리 (즉, 지역 사회 관계, 근로자 구성의 다양성, 직원 관계, 환경 성과 및 제품 특성 등)의 수준이 높을 경우 신용 평가 기관은 이것을 기업의 비재무적 수준을 높게 평가할 수 있는 근거로 삼게 된다. 즉 기업은 사회적 책임 활동을 통해 신용 등급을 높이고 금융 비용이 낮출 수 있는 것이다.

위험도가 낮아짐에 따른 신용도 평가의 개선은 곧 자본 비용의 하락으로 이어질 것이다. Ghoul et al. (2011)은 기업의 사회적 책임 활동이 자기자본 비용에 미치는 영향을 미국 기업을 표본으로 실증 분석하였다. 그 결과 사회적 책임 수준이 높은 기업이 자기 자본 조달을 더 낮은 가격으로 하고 있음을 발견하였다. 특히 근로자와의 관계, 환경 정책, 제품의 질적인 특성은 자본 비용 감소에 상당한 영향을 주는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업의 사회 공헌 활동이 기업의 가치를 높이고 위험을 낮춘 데에 기인한다.

또한 Cheng, Ioannou and Serafeim (2014)은 기업의 사회적 책임 활동과 공개가 자본 조달 제약을 완화시킬 수 있음을 보였는데, 이는 기업이 효과적인 이해 관계자 관리를 통해 대리인 비용을 낮추고 경영 성과를 개선시켰으며, 이에 대한 적절한 공개를 통해 투명성과 신뢰성을 제고하여 정보비대칭 문제를 완화하였기 때문이다.

4.2.4 가설의 설정

본 연구에서는 외부 이해 관계자 중 가장 가까운 두 관계라고 할 수 있는 소비자와 투자자로 이해 관계자 범위를 한정하여 기업의 사회 공헌 활동이 기업가치에 미치는 영향을 실증 분석하려고 한다. 이때 Berman et al. (1999)의 중재 모형 (Moderation Model)을 바탕으로 자본 시장과 생산물 시장에서의 기업의 이해 관계자 관리 수준이, 기업의 사회 공헌 활동이 기업 가치에 미치는 영향에 긍정적인 중재 효과를 지닐 것으로 생각한다. 이에 따라 이어지는 실증 분석에서 검증해볼 가설은 다음과 같다.

가설 1. 기업의 사회 공헌 활동은 기업 가치에 긍정적인 영향을

미친다.

가설 2. 기업의 사회 공헌 활동이 기업 가치에 긍정적 영향을 미치는 과정에서 소비자-생산물 시장-와 투자자-자본 시장-의 두 경로를 통할 것이다.

이론적으로 기업의 사회 공헌에 대한 비용 지출이 증가할수록 기업 가치에 지속적으로 양의 영향을 미치는 것은 불가능하다. 역 U자 가설을 주장하는 학자들을 이러한 부분을 지적하였다. 기업의 사회적 성과를 최적의 수준을 초과하면서까지 도모하면 경제적 성과에 오히려 부정적 영향을 끼치게 되고, 이러한 비용은 경영자가 개인의 효용을 추구한 대리인 비용이라는 것이다. 즉 기업의 사회적 성과는 기업 가치의 측면에서 최적의 수준이 존재하며, 이는 기업의 사회 공헌 활동의 중요성과 사회적 요구가 시작된 초창기(1980년대)의 실증 분석 연구에서 두 성과가 서로 음의 관계를 가진다고 분석한 논문이 대부분이었던 것에서 유추해볼 수 있다. 한편 1990년대 이후로 현재까지 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간에 긍정적 인과 관계 내지는 상관 관계가 존재한다는 것이 중론이 된 것은 기업이 최적의 수준을 찾아 균형 상태에 도달한 것으로 해석할 수 있다. 즉 실증 분석에서 두 성과 간 역 U자 관계의 하락하는 부분은 나타나지 않을 가능성이 높은 것이다. 또한 대리인 문제를 해결하기 위해 경영자의 보상을 기업의 경제적 성과와 긴밀히 연결하는 유인 설계(는 지속적으로 발전해왔다. 따라서 실증적으로 두 성과 간 역 U자의 형태가 발견되기는 쉽지 않을 것이다. 이에 따라 첫번째 가설에서 두 성과 간의 긍정적 인과 관계를 주장하게 된 것이다.

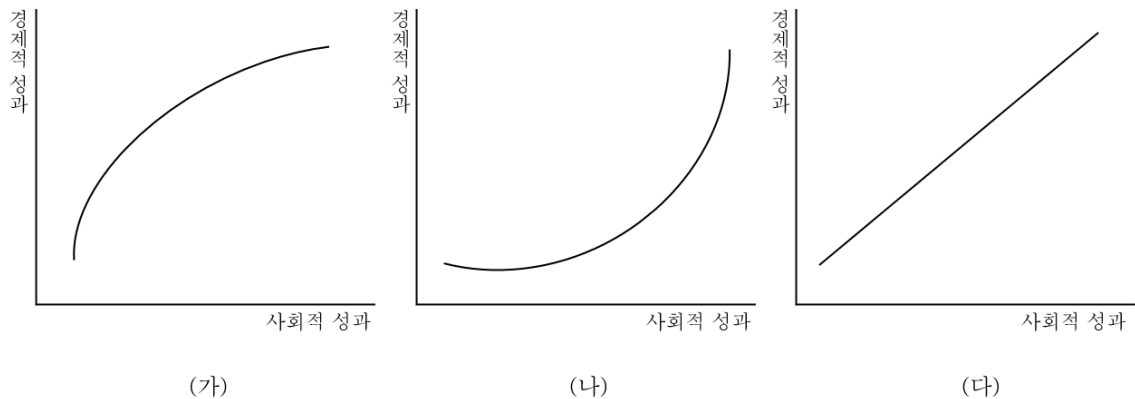
또한 긍정적 인과 관계의 형태가 꼭 선형으로 나타나리라는 보장은 없다. 역 U자 가설에 의한다면 기업의 사회 공헌 활동이 경제적 성과에 미치는 긍정적 영향은 점차 감소하기 때문에 두 성과 간 함수의 형태는 그림 4.1의 (가)처럼 위로 볼록 (concave)하게 나타날 것이다.

반면 이해 관계자 영향력 (Stakeholder influence capacity: SIC)이론이 주장하는 바에 따르면 두 성과 간의 관계는 U자의 형태를 띄게 된다. 지속적인 사회 공헌 활동으로 이해 관계 영향력 (SIC)를 충분히 축적하였을 때 비로소 기업의 사회적 성과가 경제적 성과로 이어지게 되는 것이다. 역 U자 가설의 경우와 마찬가지로 균형에서는 충분히 이해 관계자 영향력이 축적되어 사회 공헌 활동이 기업 가치에

긍정적 영향을 줄 수 있는 경우에만 사회적 성과를 도모할 가능성이 높다. 즉 이해 관계자 영향력 이론이 현실에서는 그림 4.1의 (나)와 같은 아래로 볼록 (convex)한 형태로 관측될 수 있는 것이다.

따라서 현실에서 관측 가능한 두 성과 간 관계의 양상은 그림 4.1의 세 가지 경우로 유추해볼 수 있다. 우리나라 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간 상승하는 관계의 양상에 대해서는 이어지는 4.3절의 실증 분석에서 다룰 것이다.

그림 4.1 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간 양의 관계의 양상



4.3 자료 및 변수의 설명

본 연구는 코스피(KOSPI) 시장과 코스닥(KOSDAQ) 시장에 상장된 1,201개의 비금융 기업을 대상으로 2011년부터 2016년까지의 패널데이터를 구축하였다. 기업의 사회공헌 정도의 대용 변수(proxy variable)로써 사용된 기부금 지출과 기업가치를 비롯한 기업의 재무정보는 KISVALUE에서 제공하는 기업 재무제표 및 주식시장 데이터를 활용하였으며, 2016년 기준 상장관리 중인 39개 기업의 관측치는 제외하였다. 이외에도 자본 시장에서 사회책임투자(SRI)의 기준으로 삼기 위해 기업의 비재무적 요소를 평가하여 환경(Enviroment)과 사회(Social), 지배구조(Governance) 측면에서의 지속가능성을 측정하는 한국기업지배구조원의 ESG지수도 패널데이터에 포함하였다.

4.3.1 기업의 사회 공헌 정도의 측정 -설명 변수-

손익계산서의 영업외비용 항목에 계상되는 기부금 지출은 기업의 전반적인 사회공헌 수준을 나타내는 대용치(proxy)가 될 수 있다. 아름다운 재단과 한국리서치에서 무작위 추출된 400여개 기업을 조사하여 보고한 『2014년 기업사회공헌 실태조사 보고서』에 따르면 기업들이 사회 공헌 활동에 참여하는 방식으로 현금 기부(87.4%) 라는 응답이 가장 많았고, 이어서 자원봉사활동(79.6%), 현물 기부(68.6%), 자사 제품 가격 할인(5.3%), 재능 기부(1.4%), 주식 기부(1.1%), 서비스 제공(0.6%) 순으로 응답이 많았다. 특히 매출액 상위 100개 기업은 전부 현금 기부와 자원봉사활동을 모두 하고 있다고 응답하였다. 즉, 기업이 여러가지 방식으로 사회 공헌을 하는 가운데 현금 기부는 중복적으로 채택되는 방식인 것이다. 따라서 기부금 지출 수준이 한 기업의 사회공헌 수준을 전부 측정하지 못할 지라도 대용 변수(proxy variable)로써는 충분히 가치가 있다. 본 연구는 규모가 서로 다른 기업 간의 비교를 위해 기부금 지출의 총 매출액에 대한 비율(dona_ratio)을 설명 변수로 사용하였다.

한편 기업의 사회공헌 정도와 지속가능성에 관한 외부 기관의 평가 또한 기업의 사회공헌 수준을 측정하는 데에 쓰일 수 있다. 한국기업지배구조원의 ESG 점수는 기업의 환경(Enviroment)과 사회(Social), 지배구조(Governance) 측면에서의 지속가능성을 평가하는데, 특히 사회 부분의 점수는 기업의 사회공헌 수준의 측정에 쓰일 수 있다. (사)경제정의연구소에서 조사하는 경제정의지수(KEJI Index)도 기업의 사회 공헌 부분을 따로 평가하고 있는데, 이 또한 사회 공헌 수준을 측정하는 변수로써 사용하였다.

4.3.2 기업 가치의 측정 -종속 변수-

기업가치의 측정에는 토빈의 큐(Tobin' s Q)를 사용하였다. 토빈의 큐(Tobin' s Q)는 기업가치에 관한 기존 문헌에서 가장 빈번하게 사용되고 있는 값이다. 기업의 시가 총액 (보통주+우선주)에 총 부채의 장부 가치를 더한 값을 총 자산의 장부 가치로 나누어 계산한다.

토빈의 큐(Tobin' s Q) 이외에도 주식의 시장 가치를 바탕으로

기업 가치를 측정하는 변수로 MTBV(Market-to-Book Value) ②, RET(Abnormal Returns; Annual stock return) ③ 등이 있다. Al-Matari, Al-Swidi(2014)에 따르면 기업의 시장가치를 바탕으로 한 성과 평가에 관한 최근 100여개 연구에서 토빈의 큐(Tobin's Q)가 78%로 가장 빈번하게 사용되었고, 이어서 MTBV(Market-to-Book Value)와 RET(Abnormal Returns; Annual stock return)가 각각 7%, 4%의 문헌에서 사용되었다. Willim(2015)은 기업의 재무적 성과 및 지배 구조가 토빈의 큐(Tobin's Q)와 MTBV(Market-to-Book Value)에 미치는 영향을 검정하여, 토빈의 큐(Tobin's Q)가 기업 가치 평가의 대용 변수(proxy variable)로써 가장 적합함을 보인 바 있다.

4.3.3 기업 가치의 결정 요인 -통제 변수-

기업의 사회공헌 수준 이외에 기업가치에 영향을 줄 수 있는 다른 요인들-매출액 성장률(salesgrow), 영업이익률(prof), 부채 비율(lev), 베타(beta), 연구개발비 비율(rd), 자산 규모로 측정한 기업의 크기(size)-을 통제하였다.

매출액 성장률(salesgrow)은 전년 대비 총 매출액의 증가율로 계산하였으며, 일반적으로 기업가치에 양의 영향을 주는 것으로 여겨진다(신현한, 이상철, 장진호(2004); 최운열, 이호선, 홍찬선(2009)).

영업이익률(prof)은 영업 이익의 총 매출액에 대한 비율로 계산하였다. 영업이익률이 기업 가치에 미치는 영향은 문헌에 따라 다르게 나타났다. 상장 기업 전체의 표본을 사용한 분석에서는 음의 관계가 나타나는 경향이 있으며, 양의 관계를 드러낸 연구는 영업이익률이 0보다 크다는 조건을 둔 하위 표본(subsample) 분석 시에 주로 나타났다.

부채 비율(lev)은 총 부채의 장부가치를 총 자산의 장부가치로 나누어 계산하였다. 부채 비율이 기업 가치에 미치는 영향은 문헌에 따라 다르게 나타났다. 최윤이(2015)는 2004년부터 2013년까지의 실증 분석을 통해 부채 비율은 전반적으로 기업 가치를 증가시키는 방향으로 작용하지만, 금융 위기 이후로는 평균 이상의 부채 비율이

② 자본의 시장가치를 장부가치로 나누어 계산한다.

③ 자산가격 결정모델(asset pricing model)을 바탕으로 계산된 주식의 연간 예상 수익률(annual expected rate of return)을 웃도는 비정상적인 연간 수익률(annual abnormal returns)을 의미한다.

오히려 기업 가치를 저하시킨다고 주장하였다.

베타(beta)는 기업 가치의 위험 정도를 나타내는 계수로써 KISVALUE에서 제공하는 값을 사용했다. KISVALUE의 베타(beta)는 선행회귀한 증권시장선의 기울기로써 기준수익률의 변동에 대비해 특정 기업의 수익률이 어느 정도 변동되는지를 나타낸다. 이때 기준수익률은 단순평균 주가지수수익률(EWI)을 사용하였다. 베타(beta)는 개별주식수익률과 기준수익률 간의 공분산을 시장 포트폴리오 분산으로 나눈 값과 일치한다. 따라서 분자값을 구성하는 개별주식수익률의 표준편차와 시장과의 상관계수가 동시에 큰 값을 가질 때 베타가 큰 값을 갖게 된다. 고위험에 고수익이 따른다는 통상적인 견해와 마찬가지로 대부분의 연구에서 기업 가치와 양의 관계를 보여주고 있다.

연구개발비 비율(rd)은 연구비와 정상연구개발비, 정상개발비의 합을 총 매출액으로 나누어 계산하였다. 연구개발비는 손익계산서 상 비용으로 계상되지만 기업의 미래를 위한 지출로 무형 자산의 축적을 가져온다. 따라서 연구개발비 비율은 기업 가치와 양의 관계를 지닐 것으로 여겨진다.

자산 규모로 측정한 기업의 크기(size)는 총 자산의 장부 가치를 자연로그한 값으로 계산하였으며, 대부분의 문헌에서 기업가치와 음의 관계를 보여주고 있다.

한편 국내의 기존 문헌을 바탕으로 할 때 기업지배구조 수준의 경우 기업 가치에 미치는 영향이 분명하지 않아 통제변수에서 제외하였다. 통상적으로 좋은 기업지배구조는 기업의 내부자인 경영진을 효율적으로 감시 및 규율하여 대리인 문제를 완화시키고, 이에 따라 기존 주주의 이탈을 방지하고 외부투자자들의 투자유인을 증가시킴으로써 자본비용(cost of capital)을 낮추고 결과적으로 기업 가치를 상승시키는 것으로 알려져 있다(Ashbaugh et al. 2004; Byun et al. 2008 등).

그에 반해 국내의 실증 연구는 우리나라 증권 시장에서 기업지배구조 수준이 기업가치에 미치는 영향에 대해 체계적이지 않은 결과를 보인다. 오재영(2006)은 실증분석을 통해 우리나라 증권시장에서는 지배구조 우량기업에 대한 프리미엄은 아직 존재하지 않으며, 이에 따라 지배구조 우량기업의 주식가치는 저평가되어 있다고 주장하였다. 이재현 외(2012)은 지배구조 시스템을 계량적으로 측정될 수 있는 부분과 정성적인 부분으로 나누어 실증분석 하였는데, 그 결과 지배구조 시스템이 기업가치 개선에 실질적인 역할을 못하고 있는 것으로 드러났다. 한편 변희섭, 조영현(2010)은 투자자들이 특정

기업의 지배구조에 관한 정보를 분명히 인지할 때 자본비용의 감소효과와 그에 따른 기업가치의 상승을 기대할 수 있는데, 현실적으로 기업지배구조 정보는 다른 재무 관련 정보와는 달리 일반투자자들이 쉽게 접근하기 어려우며, 본질을 파악하기 어려운 측면이 있다고 지적한다. 즉, 기업에 대한 정보비대칭 수준이 낮은 경우에만 투자자들이 기업의 좋은 지배구조를 충분히 인지함에 따라 자본 비용이 하락할 수 있음을 보이며 기업과 투자자 간 정보비대칭 해소가 선행되어야만 기업지배구조가 효율적으로 작동할 것임을 시사하였다. 종합적으로 기업지배구조가 주식의 시장 가치에 당기에 즉각 반영될 정도로 증권 시장이 성숙하지 않았다는 것이 본 연구의 판단이었고, 그에 따라 통제변수에서 제외하였다.

4.3.4 기술 통계량

표 4.1은 1,201개 상장기업의 2011년부터 2016년에 걸친 각 변수들의 기술 통계량을 보여준다. 토빈의 큐(tobinq)의 전체 평균은 1.3245로 평균적인 국내 상장기업의 시장가치는 장부가치에 비해 높은 상태였음을 알 수 있다. 또한 평균적으로 매출액 대비 0.11%의 기부금을 지출하고 있음을 알 수 있다.

표 4.1 주요 변수들의 기술 통계량

변수	관측치	평균	표준편차	최소값	최대값
tobinq	7205	1.3245	1.1338	0.1944	37.0662
dona_ratio	7200	0.0011	0.0042	0	0.1459
salesgrow	7200	0.0783	0.6366	-1	24.5226
profit	7200	0.0318	0.2694	-8.3295	1
lev	7205	0.4021	0.2101	0.0005	2.3534
beta	7184	0.8428	0.4494	0.01	13.14
rd	7200	0.0179	0.0704	0	2.6842
size	7205	25.9833	1.4123	22.6979	32.7947

한편 기부금 비율(dona_ratio)의 표준편차는 0.0042로 평균의 거의 네 배에 달하는 값으로 기업 간 기부금 비율의 편차가 상당히 크며, 평균값이 이상치(outlier)의 영향을 받았을 가능성을 보여준다.

표 4.2는 산업 별 토빈의 큐(tobinq)와 기부금 비율(dona_ratio)의 기술 통계량을 보여준다. 토빈의 큐의 경우 전기, 가스, 증기 및 수도 사업에서 0.8269로 가장 낮은 평균값을 보여주며, 협회 및 단체, 수리 및 기타 개인에서 3.4297의 평균적으로 가장 높은 토빈의 큐를 보여주고 있다. 하지만 협회 및 단체, 수리 및 기타 개인에 속한 6개의 관측치는 단일 기업의 2011년부터 2016년의 관측치여서 해당 산업의 속성을 보여준다고 보기는 힘들다. 따라서 사업시설관리 및 사업지원 서비스업이 1.7928로 평균적으로 가장 높은 기업가치를 지니는 산업으로 보는 것이 타당하다.

표 4.2 산업 별 기업가치와 기부금 비율의 기술 통계량

산업	관측치	tobinq		dona_ratio	
		평균	표준편차	평균	표준편차
농업, 임업 및 어업	30	1.2058	0.3869	0.00233	0.00312
광업	12	1.9051	1.9692	0.00004	0.00005
제조업	4679	1.2512	1.0631	0.00075	0.00239
전기, 가스, 증기 및 수도사업	48	0.8269	0.1247	0.00058	0.00051
하수 · 폐기물 처리, 원료재생 및 환경복원업	30	1.2368	0.5510	0.00191	0.00253
건설업	288	1.0330	0.4859	0.00041	0.00085
도매 및 소매업	552	1.3997	1.0078	0.00076	0.00215
운수업	132	1.0279	0.4312	0.00231	0.00686
숙박 및 음식점업	6	1.7666	1.0045	0.00004	0.00005
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	702	1.7814	1.1238	0.00140	0.00399
부동산업 및 임대업	18	1.5584	0.7865	0.00269	0.00313
전문, 과학 및 기술 서비스업	540	1.4023	1.9120	0.00331	0.01156
사업시설관리 및 사업지원 서비스업	78	1.7928	0.8883	0.00102	0.00211
교육 서비스업	30	1.5817	0.7057	0.00108	0.00159
예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업	54	1.7190	0.7300	0.00500	0.00593
협회 및 단체, 수리 및 기타 개인	6	3.4297	0.8479	0.00025	0.00039
총계	7205	1.3245	1.1338	0.00107	0.00418

기부금 비율 (dona_ratio)의 경우 광업과 숙박 및 음식점업에서 0.004%로 가장 낮은 평균을 보여주고 있으나 광업과 숙박 및 음식점업에 속한 기업의 수가 각각 2개와 1개로 산업 전체의 평균값으로써의 대표성은 다소 떨어진다. 각 산업에 속한 비상장 기업들의 기부금 비율을 포함하였을 때 보다 정확한 산업의 기부금 비율 평균을 알 수 있을 것이다. 한편 기부금 비율 상위 두 개 산업이 모두 소비자를 직접 대면하는 서비스 업종인 것이 눈에 띈다. 예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업이 0.5%로 가장 기부금 비율이 높고, 이어 전문, 과학 및 기술 서비스업이 0.3%로 뒤따르고 있다.

그림 4.2 산업 별 기업가치와 기부금 비율

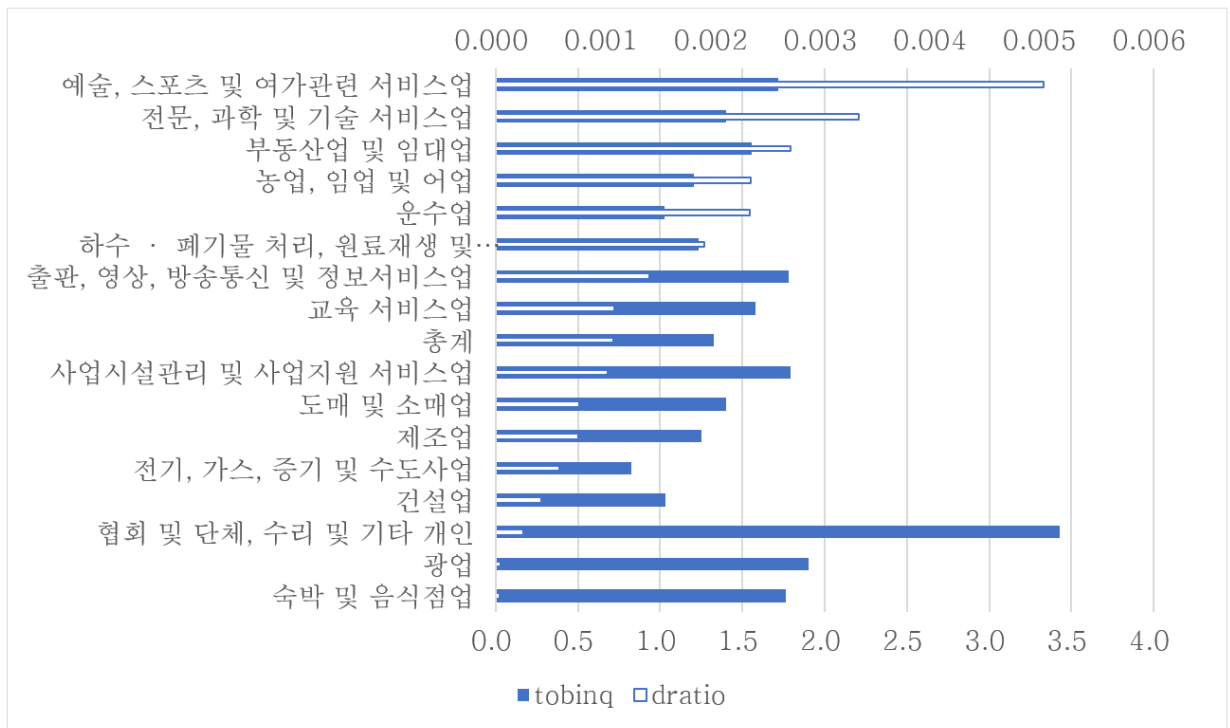
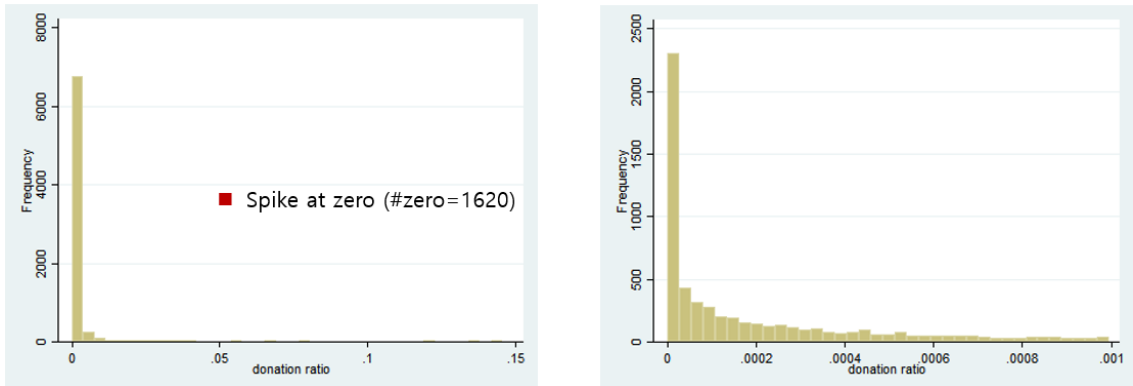


그림 4.2는 각 산업 별 토빈의 쿼 (tobinq)와 기부금 비율 (dratio)의 평균을 가로축에 나타낸 것이다. 토빈의 쿼는 하단 가로축의 눈금을 기준으로 하며 기부금 비율은 상단 가로축의 눈금을 기준으로 그려졌다. 표 4.2에서 보았듯이 예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업과

전문, 과학 및 기술 서비스업에서 기업 가치에 비해 상대적으로 높은 비율의 기부금 지출이 이루어지고 있음을 볼 수 있다. 또한 최하단 세 개 산업-광업; 숙박 및 음식점업; 협회 및 단체, 수리 및 기타 개인-을 제외하면 대체로 기부금 비율과 토빈의 큐가 함께 움직이는 것을 볼 수 있다. 최하단 세 개 산업의 경우 포함된 기업의 개수가 1개 또는 2개로 산업의 대표성이 떨어지므로, 해당 산업에서 기업 가치와 기부금 지출이 어떠한 관계를 지닌다고 결론 내리기는 어렵다.

그림 4.3(좌); 그림 4.4(우) 기부금 비율의 히스토그램

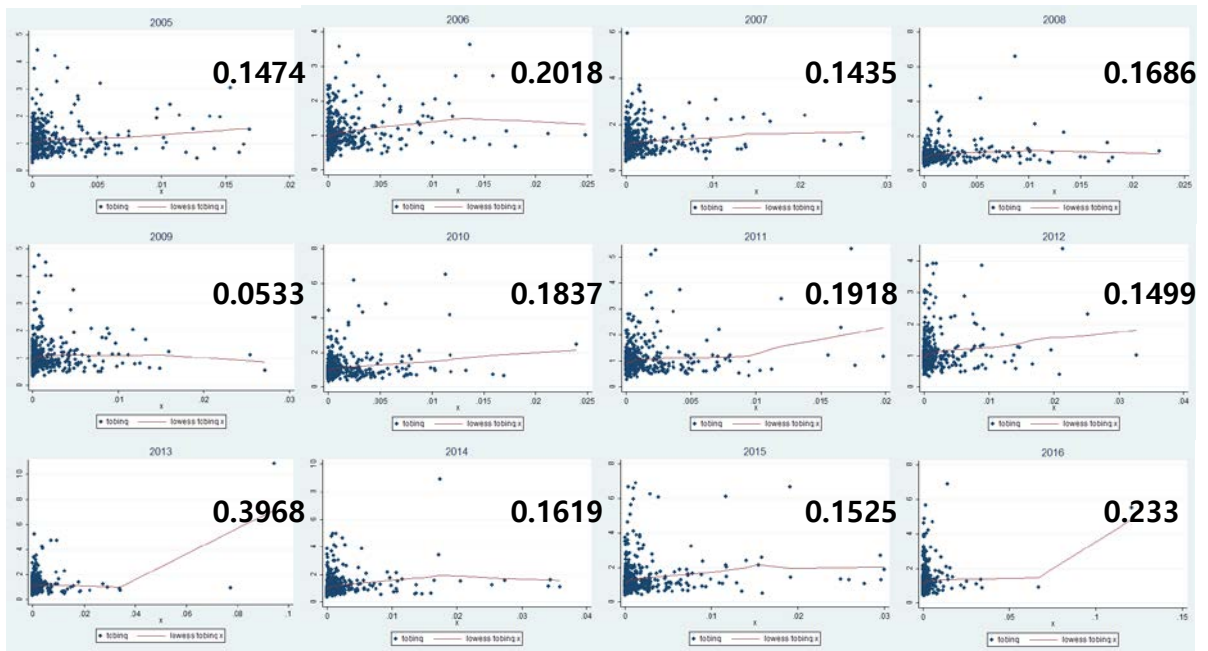


한편 표 4.1에서 보았듯이 기부금 비율의 표준편차가 평균의 약 4배 정도로 크기 때문에 히스토그램을 통해 분포를 살펴볼 필요가 있다. 그림 4.3을 보면 기부금 비율의 히스토그램이 0에서 스파이크(spike)를 보이고 있다. 이는 한 해 동안 기부를 전혀 하지 않아 기부금 비율이 0인 관측치가 1,620개로 전체 7,205개의 관측치에서 약 22%를 차지하고 있는 데에 기인한다. 그림 4.4에서 기부금 비율을 좀 더 0에 가까운 값들로 범위를 좁혀 보아도 여전히 오른쪽으로 상당히 치우쳐진(right-skewed) 히스토그램을 확인할 수 있다. 따라서 기부금 비율을 활용해 추정 통계량을 분석할 시 이상치(outlier)에 대한 고려가 필요하다. 일반적으로 최소자승법(ordinary least square; LS)을 통한 추정 통계량은 이상치(outlier)에 민감하여 안정된 값을 제공하지 못하는 것으로 알려져 있다(Hoaglin, Welsch, 1978).

그림 4.5는 2005년부터 2015년까지의 토빈의 큐와 기부금 비율의

산점도를 보여준다. 토빈의 큐를 세로축에 기부금 비율을 가로축에 두었다. 두 변수 간의 양의 상관 관계를 보여주는 가운데 산점도의 분포가 원점을 기준으로 북동 방향으로 갈수록 방사형으로 퍼지는 것을 확인할 수 있다. 이는 토빈의 큐가 증가할수록 기부금 비율의 분포 범위가 넓어지고 이상치(outlier)의 영향을 받게 될 것을 예상한다. 따라서 하나의 회귀선은 두 변수 간의 관계를 온전히 포착하지 못할 가능성이 있으며, 본 연구에서 기부금 비율이 기업 가치에 미치는 영향을 보기 위한 실증 분석 모형의 설계 시 이에 대한 고려가 필요하다.

그림 4.5 연도별 기업 가치와 기부금 비율의 산점도



주) 숫자는 각 연도 별 토빈의 큐와 기부금 비율의 상관 계수이다.

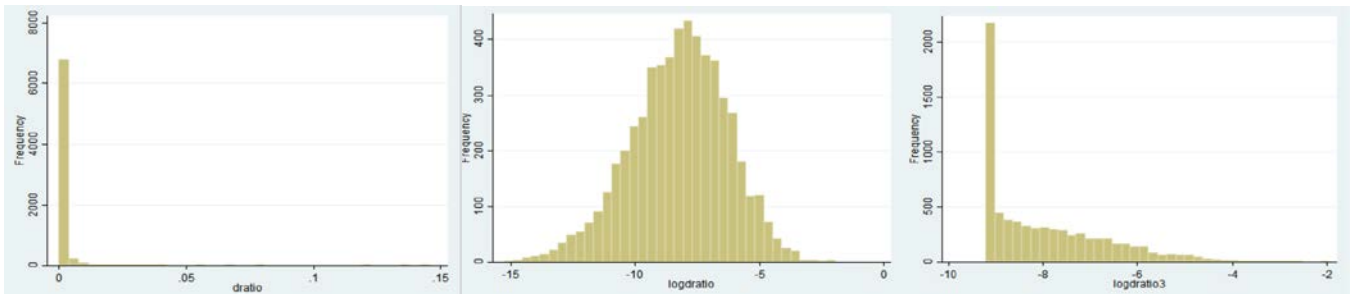
4.3.5 이상치(outliers) 영향의 완화

4.3.4에서 보았듯이 본 연구의 설명 변수로써 사용될 기부금 비율의 분포는 0에서 스파이크(spike)를 가지며 오른쪽으로 관측치가 상당히 치우친 형태를 띠며 값이 커질수록 퍼지게 분포되어 있다. 따라서 기부금 비율이 기업가치에 미치는 영향을 추정함에 있어서 이상치(outlier)의 영향을 완화할 필요가 있다.

이상치(outlier)의 처리하는 방법 중 가장 간단한 것은 이상치를 제외하는 방법(data trimming)이다. 이상치를 판단하는 방법은 매우 다양한데, 평균과 표준편차를 이용하거나 중위수와 사분위수를 이용하여 적절한 구간을 설정하고 구간에 포함되지 않는 이상치를 검정하여 제외한다.^④ 이상치를 제외하는 방법은 분석에 관측치를 모두 반영할 수 없다는 점에서 한계를 지닌다. 두번째로 원저화 방법(data winsorization)이 있다. 원저화 방법은 변수의 관측치 중 극단적인 것을 자의적으로 다른 값으로 대체(value modification)하거나 이상치에 대한 가중치를 조정하는 방식(weight modification method)으로 이루어진다. 이상치를 다른 값으로 대체할 때 이상점을 제외한 나머지 데이터 중에서 최대값 또는 최소값에 가까운 값으로 대체한다. 가중치를 조정하는 방법은 이상치를 다른 값으로 바꾸거나 제외하지 않고 이상치에 대한 가중치를 조정함으로써 통계량에 대한 이상치의 영향을 감소시키는 방법이다.

위 두 방법의 한계는 이상치가 전체 자료에 대한 중요한 정보를 담고 있는 경우 추정 통계량에 편의가 발생할 수 있다는 점이다. 예를 들어 한 변수에 대해 이상치로 판단된 값을 포함한 다변량(multivariate) 관측치는 모형 안에서 충분히 합리적인 관측치일 수 있다. 키와 몸무게의 관계를 추정하는 회귀모형에서 지나치게 큰 키를 제외시킬 경우 지나치게 큰 키와 몸무게를 함께 지닌 합리적인 관측치도 제외될 수 있는 것이다. 즉, 위 두 방법은 추정에 합리적인 정보를 줄 수 있는 데이터를 잃어버리거나 왜곡할 가능성이 있다는 점에서 한계가 있다. 또한 이상치를 검정하는 과정과 그 값을 대체하거나 가중치를 부여하는 과정에서 자의적 판단이 개입될 여지가 있다.

그림 4.6 변수의 변환 시 히스토그램

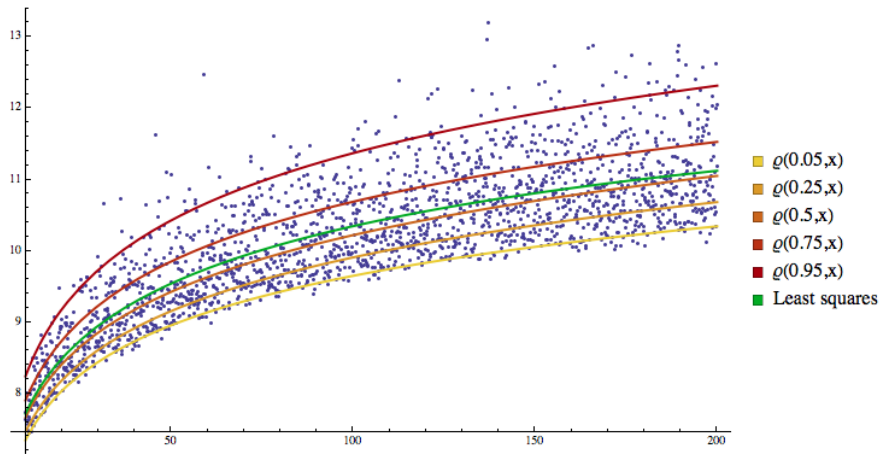


④ 평균과 표준편차는 이상치에 의해 편의가 발생할 가능성이 높은 통계량이므로 상대적으로 이상치에 대해 덜 민감한 통계량인 중위수와 사분위수를 이용해 구간을 설정하는 것이 일반적이다.

세번째로 변수를 로그변환하는 방법(logarithmic transformation)이 있다. 분포가 좌로나 우로 치우친(skewed) 변수의 경우 로그 변환을 통해 중앙값 위주로 값이 분포하는 형태로 정규화(normalization)가 가능하다. 로그 변환하는 방법은 변수의 값에 자연로그를 취해주거나 변수의 값에 작은 상수를 더한 후 자연로그를 취해주는 방법이 있다. 전자의 경우 변수가 0의 값을 취하는 관측치가 제거된다는 한계가 있다. 후자의 경우 변수가 0의 값을 취하는 경우를 포함시킬 수 있지만 변수의 분포가 정규화 되지 않을 수 있다. 그림 4.6은 기부금 비율을 로그 변환할 경우의 분포를 보여준다. 첫번째 그림은 아무런 변환을 가하지 않은 기부금 비율의 분포이며, 가운데 그림은 기부금 비율에 자연로그를 취한 값의 분포이다. 마지막 그림은 기부금 비율에 작은 상수(0.0001)를 더한 후 자연로그를 취한 값의 분포이다. 가운데 그림의 경우 정규분포의 형태를 띠고 있어 $\log(\text{기부금 비율})$ 의 변수를 추정에 사용할 시 이상치에 의한 영향이 완화될 것을 예상할 수 있다. 또한 기부를 하지 않는 경우의 관측치가 제외됨으로써 기부를 하는 경우에 한하여 기업의 사회공헌이 기업가치에 미치는 영향을 볼 수 있다. $\log(0.0001 + \text{기부금 비율})$ 의 경우 가운데 그림처럼 분포가 정규화되진 않았지만 첫번째 히스토그램과 비교할 때 퍼져 있던 데이터가 상당히 모여서 분포하게 되었음을 볼 수 있으며, 기부를 하지 않는 경우도 분석에 포함시킬 수 있다는 이점이 있다.

마지막으로 고려할 수 있는 방법은 추정에 있어서 이상치에 강건한 회귀모형(robust regression)을 사용하는 것이다. 이상치에 강건한 회귀모형으로 중앙값 회귀(median regression)을 들 수 있다. 중앙값 회귀는 주어진 설명 변수에 대해서 종속 변수의 조건부 중앙값(conditional median)을 찾는 데 목적을 둔다. 이와 같이 종속변수의 조건부 분위수(conditional quantile)을 찾는 회귀분석을 통틀어 분위수 회귀(quantile regression)라고 한다. 분위수 회귀는 이상치에 대해 강건하다고 알려져 있다(Koenker, Bassett 1978; Koenker, Hallock 2001). 또한 종속 변수의 조건부 분포의 분위마다 종속 변수와 설명 변수의 관계에 이질성(heterogeneity)이 존재한다면, 분위마다 회귀 계수를 추정할 수 있는 분위수 회귀의 유용성이 더욱 커진다.

그림 4.7 관측치가 방사형으로 퍼지는 경우의 분위수 회귀



주) <https://mathematicaforprediction.wordpress.com/2013/12/23/quantile-regression-robustness/>에서 발췌함.

본 논문은 기부금 비율의 이상치를 처리하는 방법으로 변수의 로그 변환과 중앙값 회귀를 포함하는 분위수 회귀를 채택하였다. 앞서 거론된 이상치를 제외하는 방법과 원저화 방법이 제외된 것은 분석에서 데이터가 주는 정보를 최대한 왜곡하지 않고 반영하기 위함이며, 분석 과정에서 자의성을 되도록 배제하기 위함이다. 그림 4.7은 분위수 회귀가 유용한 경우의 산점도를 보여주고 있는데, 원점을 기준으로 북동쪽 방향으로 데이터가 퍼져가는 형태를 보여주고 있다. 이는 그림 4.5의 토빈의 큐와 기부금 비율 산점도와 유사한 모습으로 본 연구에서도 분위수 회귀의 유용성이 예상된다.

4.4 기업의 사회공헌 수준과 기업가치의 관계

4.4.1 기부금 비율과 토빈의 큐: 기본 모형

기업의 사회공헌 활동은 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 가설에 대한 실증 분석을 시행하기 위해 기업의 사회 공헌 활동의 대용 변수로써 기부금 비율을 사용하고 기업 가치의 대용 변수로써 토빈의 큐를 사용하였다. 기부금 비율이 토빈의 큐에 미치는 영향을 추정하기

위한 다음과 같은 회귀 모형을 설계해 패널 분석을 시행하였다.

- (1) $Y_{kt} = \alpha + \beta \ln X_{kt} + \gamma' \text{ControlVariables}_{kt} + \mathbf{FE}_{it} + \varepsilon_{kt}$
- (2) $Y_{kt} = \alpha + \beta \ln(c + X)_{kt} + \gamma' \text{ControlVariables}_{kt} + \mathbf{FE}_{it} + \varepsilon_{kt}$
- (3) $Y_{kt} = \alpha + \beta \ln(\text{average of former } X)_{kt} + \gamma' \text{ControlVariables}_{kt} + \mathbf{FE}_{it} + \varepsilon_{kt}$
- (4) $Y_{kt} = \alpha + \beta \ln(c + \text{average of former } X)_{kt} + \gamma' \text{ControlVariables}_{kt} + \mathbf{FE}_{it} + \varepsilon_{kt}$

위 모형에서 (k, t, i)는 각각 기업, 연도, 산업을 나타내며, 종속변수 Y는 토빈의 큐, 설명변수 X는 총 매출액에 대한 기부금 지출의 비율이다. 통제변수 ($\text{ControlVariables}_{kt}$)는 매출액 성장률(salesgrow), 영업이익률(profit), 부채 비율(lev), 베타(beta), 연구개발비 비율(rd), 자산 규모로 측정한 기업의 크기(size)를 포함한다.

기부금 비율이 토빈의 큐에 미치는 영향을 추정함에 있어서 가장 우려되는 부분은 내생성(endogeneity) 문제이다. 물론 설명변수로서 기부금의 절대 총액이 아닌 총매출액에 대한 비율을 사용했으므로 매출액 증가분에 의한 기업가치 증가로 인해 기부금 지출 절대 규모가 커지는 경우는 고려하지 않아도 된다. 그렇지만 여전히 남아있을 역인과관계의 가능성과 모형에서 포착하지 못한 요인에 의한 내생성 문제를 완화하기 위해 연도 별 각 산업에 대한 고정효과를 통제하고 설명 변수로서 과거의 값을 사용해보았다.

\mathbf{FE}_{it} 는 연도 별 각 산업에 대한 고정효과(fixed effect)이다(year x industry). 이를 통해 내생성 문제의 완화를 기대해볼 수 있다. 예를 들어 특정 년도에 특정 산업의 호황으로 인한 기업 가치의 증가가 기부금 비율 증가로 이어지는 경우 역인과관계 문제가 발생할 수 있다. 이런 형태의 역인과관계 문제의 경우 연도 별 각 산업에 대한 고정효과를 모형에 추가하여 통제할 수 있다. 또한 각 산업 별로 경쟁 강도, 제품의 차별화 정도, 독과점도 등의 서로 다른 특성이 기부금 비율과 기업 가치의 관계에 미치는 영향을 통제함으로써 내생성의 완화를 기대할 수 있다.

이에 더해 기부금 비율 과거값의 평균을 설명변수로 사용하여 내생성 문제를 완화하였다. 식(3)과 (4)의 average of formal X는 당기를 기준으로 지난 5년간의 기부금 비율의 평균으로써, 과거 동안 평균적으로 이루어진 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향을 포착하게

된다. FE_{it} 를 통제하였음에도 불구하고, 만약 산업 내에서 모형에 포착되지 않는 기업의 특성이 있고 그 특성이 기업가치와 기부금 비율에 동시에 영향을 주고 있다면 내생성 문제가 발생한다. 이때 그 특성 중 시간에 따라 변화하는 부분(time-varying)이 발생시키는 내생성 문제는 average of formal X를 사용함으로써 완화될 수 있다. 통상적으로 시간에 따라 변화하는 미관측 이질성(unobserved heterogeneity)은 존재 시점이 가까울수록 현재에 미치는 영향이 커지고 멀수록 작아질 것이라 가정할 수 있기 때문이다. 예컨대 표본의 어떤 기업이 과거에 유능한 최고경영자를 고용하여 기업 가치를 높이고 그에 따라 기부금 비율도 높일 수 있었는데, 현재 시점에서 최고경영자가 바뀌어 있다면 과거 최고경영자의 유능함은 현재의 기업 가치와 기부금 비율에 거의 영향이 없다. 그런 면에서 과거의 기부금 비율을 평균해서 사용하면 현재의 값을 사용했을 때보다 시간에 따라 변화하는 미관측 특성이 유발하는 내생성 문제를 완화할 수 있다.^⑤

한편 2절에서 언급하였듯이 이상치의 영향을 완화하기 위해 기부금 비율의 경우 로그 변환을 거쳤다. 모형 (1)과 (3)의 경우는 각각 기부금 비율과 과거 5년간 기부금 비율의 평균에 자연로그를 취하여, 해당 값이 0인 경우 관측치가 제거된다. 관측치 제거를 방지하기 위해 해당 값에 상수 0.0001을 더하여 자연로그를 취해준 모형이 (2)와 (4)이다. 이 경우 기부를 전혀 하지 않는 경우도 모형에 포함시킬 수 있다는 장점이 있지만 (1)과 (3)의 경우에 비해 이상치의 영향을 완화하는 능력이 떨어진다.

$$(5) Y_{kt} = \alpha + \beta M_k + \gamma' ControlVariables_{kt} + FE_{it} + \varepsilon_{kt}$$

모형 (5)는 2011년부터 2016년까지 전 기간 동안의 기부금 지출이 0보다 큰 경우에 1의 값을 갖는 더미변수 M을 사용하였다. 전 기간 동안 한 번도 기부금 지출이 없었다면 M은 0의 값을 갖게 된다. 이때 β 는 전 기간 동안 기부행위가 없었던 기업과 기부행위가 있었던 기업 간 가치의 차이를 추정하게 된다. 모형 (5)는 (1)–(4)의 모형에 비해 역인과관계 문제를 조금 더 완화할 수 있을 것으로 기대된다.

^⑤ 과거의 기부금 비율을 평균해서 사용한다고 해도 기업의 미관측 이질성 중 상수인 부분(time-consistent)으로 인해 발생하는 내생성 문제는 완화할 수 없다. 과거부터 현재까지 기부금 비율에 미치는 영향이 동일하므로 과거의 값을 평균한다고 해서 통제되는 부분이 없기 때문이다.

표 4.3과 표 4.4는 위 모형들에 대한 추정 결과를 보여준다. 통제 변수와 고정 효과를 각각 배제한 경우의 추정 결과도 포함하였고, 소괄호()의 값은 추정의 표준 오차이며, 대괄호[]의 값은 기업 가치의 기부금 비율에 대한 탄력성으로, 기부금 비율이 평균에서 1% 증가할 때 평균 기업 가치의 증가율이다.

표 4.3 기부금이 기업 가치에 미치는 영향의 추정 -기본 모형-

	Tobin's Q					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ln dona_ratio	0.049*** (0.007) [0.038]	0.045*** (0.008) [0.035]	0.038*** (0.009) [0.030]			
ln (c+dona_ratio)				0.055*** (0.010) [0.038]	0.027*** (0.010) [0.019]	0.046*** (0.011) [0.032]
Control variables						
salesgrow	0.136*** (0.028)		0.065*** (0.023)	0.138*** (0.020)		0.091*** (0.016)
profit	-0.082 (0.078)		0.024 (0.070)	-0.185*** (0.056)		-0.164*** (0.053)
lev	-0.200** (0.079)		-0.432*** (0.109)	-0.127* (0.065)		-0.398*** (0.086)
rd	1.560*** (0.266)		0.672** (0.327)	1.288*** (0.198)		0.622*** (0.238)
beta	0.473*** (0.036)		0.325*** (0.033)	0.393*** (0.029)		0.287*** (0.026)
size	-0.088*** (0.011)		-0.111*** (0.019)	-0.101*** (0.010)		-0.110*** (0.015)
Industry x year fixed effects	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
Observations	5568	5580	5568	7175	7200	7175

주) *:5%, **:3%, ***:1% 유의 수준.

표 4.4 기부금이 기업 가치에 미치는 영향의 추정 -시차 모형-

	Tobin's Q						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
ln average of former dona_ratios	0.041*** (0.007) [0.031]	0.031*** (0.007) [0.024]	0.020** (0.009) [0.015]				
ln (c+average of former dona_ratios)				0.065*** (0.010) [0.045]	0.039*** (0.010) [0.027]	0.015 (0.014) [0.010]	
donation dummy							0.094** (0.044)
Control variables							
salesgrow	0.122*** (0.021)		0.072*** (0.017)	0.139*** (0.020)		0.092*** (0.016)	0.136*** (0.020)
profit	-0.182*** (0.059)		-0.152*** (0.055)	-0.186*** (0.056)		-0.157*** (0.053)	-0.168*** (0.056)
lev	-0.186*** (0.069)		-0.561*** (0.091)	-0.118* (0.066)		-0.432*** (0.086)	-0.171*** (0.065)
rd	1.408*** (0.222)		0.689** (0.284)	1.231*** (0.199)		0.662*** (0.239)	1.363*** (0.198)
beta	0.401*** (0.030)		0.294*** (0.028)	0.394*** (0.029)		0.288*** (0.026)	0.389*** (0.029)
size	-0.095*** (0.010)		-0.094*** (0.016)	-0.103*** (0.010)		-0.102*** (0.015)	-0.090 (0.009)
Industry x year fixed effects	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No	Yes
Observations	6634	6651	6634	7171	7192	7171	7175

주) *:5%, **:3%, ***:1% 유의 수준.

표 4.3과 표 4.4를 전체적으로 볼 때 기부금 비율이 기업 가치를 상승시킨다는 가설이 유의하게 검정됨을 확인할 수 있다. 한편 표 4.3의 (1)열에서 ln(기부금 비율)에 대한 계수 추정치는 0.049이고 (4)열에서 ln(c+기부금 비율)에 대한 계수 추정치는 그보다 큰 0.055이다. 하지만 기업 가치의 기부금 비율에 대한 탄력성의 경우 0.038로 거의 같은 값을 보여준다. 이는 기부금이 0인 경우의 관측치를 포함하든 포함하지 않든 기부금 비율이 평균에서 1% 증가할 때 기업가치가 약 0.038% 증가함을 의미한다. (2)열과 (3)열은 (1)열의 모형에서 각각 통제 변수들과 고정 효과를 배제한 추정 결과이다. 두 경우 모두 통제 변수와 고정 효과를 모두 포함시켰을 때에 비해 계수가 과소 추정됨을 볼 수 있는데 특히 고정 효과를 배제하였을 때 과소 추정의 정도가 더 심했다. 마찬가지로 (5)열과 (6)열은 (4)열의 모형에서 각각 통제변수들과 고정 효과를 배제한 추정 결과인데, 이 경우 통제 변수를 배제하였을 때 계수의 과소 추정 정도가 더 큼을 보여준다. 이는 기업 가치의 기부금 비율에 대한 탄력성의 차이로도 확인할 수 있다.

표 4.4는 과거 기부금 비율의 평균을 설명 변수로 사용한 모형들의 추정 결과이다. 전체적으로 설명 변수의 계수 추정치가 양의 값으로 과거의 평균적인 기부 활동이 현재의 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다. (1)열에서 $\ln(\text{과거 기부금 비율 평균})$ 에 대한 계수 추정치는 0.041이고 (4)열에서 $\ln(c + \text{과거 기부금 비율 평균})$ 에 대한 계수 추정치는 그보다 큰 0.065이다. 기업가치의 과거 기부금 비율 평균에 대한 탄력성은 각각 0.031과 0.045로 (4)열의 모형에서 더 크다. 이는 과거 기부금 비율의 평균이 0인 관측치, 즉 지난 5년간 기부금 지출이 없었던 관측치를 추정에 포함하는 경우, 과거 기부금 비율의 증가가 현재 기업 가치 증가에 미치는 영향이 더 커짐을 보여준다. 앞서 표 4.3의 (1)열과 (4)열의 추정에서 현재의 기부금이 0인 경우의 관측치를 포함하든 포함하지 않든 기업 가치에 대한 기부금 비율의 탄력성이 0.038로 거의 같았던 것과 대조된다. 지난 5년간 기부금 지출을 전혀 하지 않는 것은 당기에 기부금 지출을 하지 않는 것보다 충족시키기 어려운 조건으로 기업의 비(非)사회공헌적 성향을 더욱 강하게 드러낸다고 볼 수 있다. 그만큼 기업 가치에 미치는 음의 영향이 더 컸을 것으로 예상할 수 있다. 그에 따라 지난 5년간 기부금 지출이 없었던 관측치를 추정에 포함하는 경우, 설명 변수가 기업 가치에 미치는 영향이 더 크게 추정된 것이다. 한편 표 4.4의 (2)열과 (3)열은 (1)열의 모형에서 각각 통제 변수들과 고정 효과를 배제한 추정 결과이고, (5)열과 (6)열은 (4)열의 모형에서 각각 통제 변수들과 고정 효과를 배제한 추정 결과이다. 표 4.3과 마찬가지로 두 경우 모두 통제 변수 또는 고정 효과를 배제하였을 때 계수 추정치와 탄력성이 감소됨을 보여주고 있다.

(7)열은 설명 변수에 더비 변수를 사용한 식 (5)에 대한 추정 결과이다. 추정된 계수는 전 기간 동안 기부금 지출이 전혀 없었던 기업과 기부금 지출이 있었던 기업 간 기업 가치의 차이를 의미한다. 이는 과거 전 기간 동안 기부행위가 있었던 기업이 전혀 없었던 기업에 비해 0.094만큼 현재의 기업 가치가 더 큼을 보여주고 있다.

한편 표 4.3과 표 4.4의 모든 추정에서 통제 변수들의 부호의 방향은 대체로 일치한다. 매출액 성장률(salesgrow), 베타(beta), 연구개발비 비율(rd)은 기업 가치에 양의 영향을 주고 있는 반면, 영업이익률(prof), 부채 비율(lev), 자산 규모로 측정한 기업의 크기(size)는 기업 가치에 음의 영향을 주고 있다. 부호의 방향이 대부분 통상적인 가운데, 영업이익률(prof)이 높아질수록 기업 가치가

낮아지는 부분은 일반적이진 않다. 이에 두 가지 원인을 생각해볼 수 있다.

우선 영업이익률(prof)은 총 매출액에서 매출원가와 판매비와 관리비를 제한 값을 총 매출액으로 나눈 비율인데, 만약 판매비와 관리비가 기업의 무형 자산을 축적시켜 기업 가치를 높이는 방향으로 작용할 경우, 이 영향이 판매비와 관리비가 총 매출액에 미치는 양의 영향보다 충분히 크다면 영업이익률이 높아질수록 기업 가치가 낮아질 가능성이 있다. 예컨대 판매비와 관리비의 광고선전비 같은 경우 명성이나 기업 이미지와 같은 무형 자산을 축적하여 기업 가치를 높이는 데에 영향을 줄 수 있다. 극단적으로 광고선전비의 증가가 총 매출액을 증가시키지 못한 가운데 기업 가치를 높이는 데 영향을 주었다면, 영업이익률은 떨어지는 가운데 기업 가치는 높아지는 결과를 낳게 된다. 하지만 판매비와 관리비의 대부분의 항목^⑥은 판매와 관리를 위해 기업이 소비한 재화 또는 용역으로써 소멸된 원가로 보는 것이 타당하다.

두번째로 고려해볼 수 있는 요인은 코스피와 코스닥의 시장효율성(market efficiency)이 떨어져서 당기의 영업이익률 좋지 않더라도 당기말의 주식 가치에 당장 반영이 안 될 가능성이 있다.

한편 영업이익률의 기업 가치에 대한 방향이 양으로 나온 기존 문헌의 경우 영업이익률이 0보다 큰 표본에 한정하여 분석한 경향이 있었다. 따라서 영업이익률이 0보다 큰 경우의 하위 표본(subsample) 분석과 영업이익률을 통제할 때 시차변수(lagged variable)를 사용한 분석을 시행하여 계수 추정치의 방향이 바뀌는지 확인해보았다.

^⑥ 인건비, 일반관리비(여비교통비, 통신비, 수도광열비, 세금과공과, 임차료비용, 감가상각비, 수선비, 보험료, 도서구입비, 소모품비, 도서인쇄비, 차량유지비, 교육훈련비, 수수료비용, 기타관리비, 리스료, 전산처리비, 하자보수비), 판매비(접대비, 광고선전비, 보관료, 견본비, 포장비, 운반비, 판매수수료, 해외시장개척비, 판매촉진비, 수출비용, 기타판매비, A/S비, 반품충단부채전입액), 기타 판매비와 관리비 등

표 4.5 영업 이익이 0보다 큰 하위 그룹 분석

	Tobin's Q			
	profit>0		all	
	(1)	(2)	(3)	(4)
ln dona_ratio	0.026*** (0.008)		0.046*** (0.009)	
ln (c+dona_ratio)		.030*** (0.010)		0.051*** (0.011)
Control variables				
salesgrow	0.123*** (0.027)	0.145*** (0.019)	0.127*** (0.034)	0.130*** (0.025)
profit	1.168*** (0.162)	1.105*** (0.135)		
L1.profit			0.102 (0.077)	0.025 (0.060)
lev	-0.051 (0.084)	0.056 (0.074)	-0.189** (0.089)	-0.101 (0.074)
rd	5.423*** (0.517)	5.356*** (0.466)	2.502*** (0.359)	1.744*** (0.224)
beta	0.483*** (0.036)	0.409*** (0.030)	0.470*** (0.041)	0.392*** (0.033)
size	-0.060*** (0.011)	-0.066*** (0.010)	-0.105*** (0.012)	-0.122*** (0.011)
Industry × year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	4614	5693	4632	5975

주) *:5%, **:3%, ***:1% 유의 수준.

표 4.5의 (1)열과 (2)열은 영업이익률이 0보다 큰 경우의 하위 표본(subsample)에 대한 추정 결과이며, (3)열과 (4)열은 영업이익률의 한 기간 시차변수(lagged variable)을 통제한 추정 결과이다. 주목할 만한 점은 앞서 표 4.3과 표 4.4의 결과와 달리 영업이익률의 계수 추정치가 모두 양의 값을 지닌다는 점이다. 특히 0보다 큰 영업이익률을 갖는 하위 샘플에 대한 추정 결과에서 영업이익률이 100% 증가할 경우 기업 가치에 미치는 양의 영향이 1이 넘는 비교적 큰 값으로 유의하게 추정되었다. 이는 같은 모형을 전체 표본에 대해 추정한 표 4.3의 (1)열과 (4)열에서 해당 계수에 대해 음의 추정치가 나온 결과와 대조적이다. 즉 영업이익률이 양수인 표본에 영업이익률이 0이하인 관측치가 추가되면서 영업이익률에 대한 계수 추정치가 양에서 음의 값으로 바뀌는 것이다.

이에 영업이익률이 0이하인 그룹의 기업 가치와 기부금 비율에

대한 기술 통계량을 확인하였다. 표 4.6을 보면 영업이익률이 0이하인 그룹과 양수인 그룹 간 평균 차이에 대한 t-검정(t-test) 결과를 볼 수 있는데, 영업이익률이 0이하인 그룹이 평균적으로 기업 가치는 더 크고 기부금 비율은 더 낮은 것을 볼 수 있다. 따라서 영업이익률이 0이하인 그룹이 추정에 포함되면서 영업이익률의 계수 추정치 부호의 방향이 양에서 음으로 역전된 것이다. 한편 영업이익률이 양수인 하위 표본을 대상으로 한 추정에서 $\ln(\text{기부금 비율})$ 과 $\ln(c+\text{기부금 비율})$ 에 대한 계수 추정치도 각각 0.026과 0.03으로 전체 표본을 대상으로 한 추정결과보다 작음을 확인할 수 있다.

표 4.5의 (3)열과 (4)열은 전체 표본에 대해 당기의 영업이익률 대신에 이전 기의 영업이익률을 통제한 결과를 보여준다. 영업이익률의 계수 추정치가 통계적으로 유의하진 않지만 양의 값을 지니므로, 증권 시장의 낮은 효율성으로 인해 영업이익률이 기업 가치에 느리게 반영되었을 가능성도 배제할 수 없다.

표 4.6 영업이익률이 0이하인 그룹과 양수인 그룹 간 평균 차이 t-검정

	Mean (Std. Dev.)		T-test		
	profit \leq 0 (n=1493)	profit>0 (n=5712)	difference	t-value	p-value
tobinq	1.460 (1.412)	1.288 (1.045)	0.171	5.217	0
dona_ratio	0.0007 (0.003)	0.0011 (0.004)	-0.0004	-3.251	0.0012

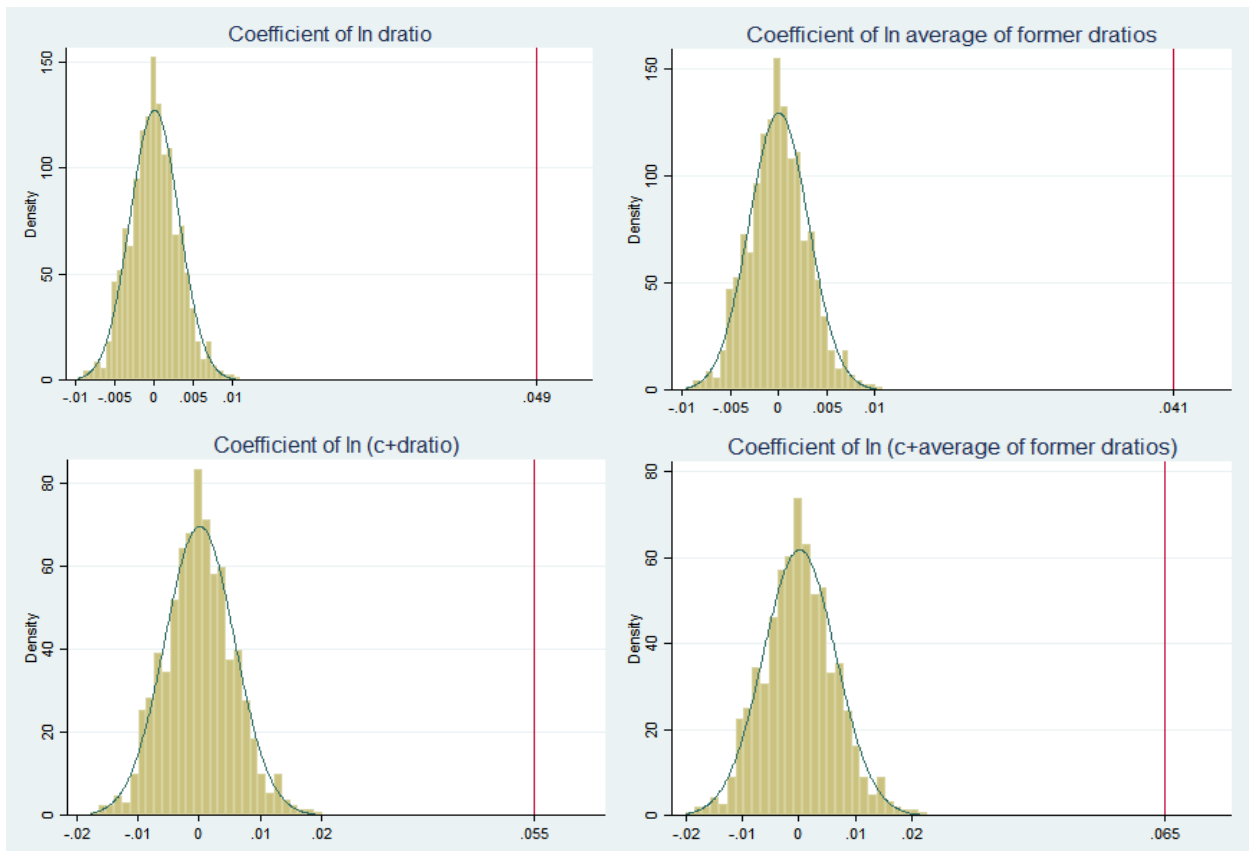
4.4.2 기본 결과에 대한 플라시보 분석(Placebo Analysis on Baseline Results)

기본 실증 모형이 적절하게 설계되어진 모형인지 확인해보기 위해 플라시보 분석 (Placebo Analysis)을 시행하였다. 플라시보 분석 (Placebo Analysis)의 과정은 다음과 같다. 식 (1)–(4)의 기본 실증

모형에서 기부금 변수를 해당 변수의 최소값과 최대값을 구간으로 하는 연속균등분포(continuous uniform distribution)에서 무작위로 추출된 값으로 대체하여 모형을 추정한다. 이러한 과정을 1,000번 반복하여 추정된 계수들의 분포를 그린다. 플라시보 회귀 (Placebo regression)에서의 설명 변수는 무작위로 추출되어 아무 의미가 없으므로, 해당 계수의 추정 결과는 체계적인 효과를 만들어내서는 안된다. 즉, 반복하여 추정한 계수의 분포가 0에 집중되어 있어야 한다.

그림 4.8은 식 (1)–(4)의 플라시보 회귀 (Placebo regression)에 대한 몬테카를로 계수(Monte Carlo coefficients)의 분포를 보여준다. 각 분포에서 붉은 세로 실선은 표 4.3과 표 4.4의 (1)열 (4)열의 결과에서 보여준 설명 변수의 실제 계수 추정치를 표시한 것이다. 네 개의 분포 모두 실제 계수 추정치와는 동떨어져 0 주변에 밀집되어 있음을 확인할 수 있다. 이는 식 (1)–(4)의 실증 분석 모형이 적절하게 설계되어 기부금이 기업 가치에 미치는 영향을 잘 포착하고 있음을 지지하는 결과이다.

그림 4.8 기본 모형에 대한 플라시보 회귀 계수의 분포



4.4.3 이상치 완화를 위한 분위수 회귀 분석(quantile regression analysis)

분위수 회귀(quantile regression)는 주어진 설명 변수에 대한 종속 변수의 조건부 분위수(conditional quantile)를 추정한다. 일반적으로 분위수 회귀는 이상치에 대해 최소자승법 (least squares approximation) 보다 강건하다고 알려져 있다(Koenker, Basset 1978; Koenker, Hallock 2001). 최소자승법은 잔차들의 제곱합을 최소화하는 계수를 추정하는 반면, 분위수 회귀는 잔차들의 절대값의 합을 최소화하여 계수를 추정하기 때문이다. 또한 종속변수의 조건부 분포의 분위마다 종속 변수와 설명 변수의 관계에 이질성(heterogeneity)이 존재한다면, 분위마다 회귀 계수를 추정할 수 있는 분위수 회귀의 유용성이 더욱 커진다.

본 연구의 표본의 경우 4.3절에서 확인하였듯이 기부금 비율의 분포에 이상치가 존재하며, 기부금 비율은 0에서 스파이크가 있으면서 오른쪽으로 치우친 분포를 갖고 있다. 또한 그림 4.5에서 토빈의 큐와 기부금 비율의 연도별 산점도의 형태를 볼 때 토빈의 큐의 분위마다 기부금 비율 분포의 퍼지는 정도가 달라지는 모습이 눈에 보이므로 두 변수의 관계가 분위 별로 달라질 가능성이 있다. 따라서 기부금 비율이 분포된 특징을 고려할 때 분위수 회귀분석이 적절할 것으로 예상된다. 구체적으로 분위수 회귀분석은 다음과 같이 추정된다.

$$(6) \quad y_{kt} = \mathbf{x}'_{kt} \boldsymbol{\beta} + \mathbf{d}'_{it} \boldsymbol{\gamma} + \varepsilon_{kt}$$

식 (6)은 앞서 분석했던 기본 모형을 벡터 변수의 형태로 나타낸 것이다. \mathbf{x}_{kt} 는 각 기업의 연도별 기부금 비율과 통제 변수들의 벡터이다. \mathbf{d}_{it} 는 연도별 각 산업에 부여한 고정 효과를 통제하기 위한 더미 변수들의 벡터이다. 이때 최소자승법의 경우 다음의 식을 최소화하는 $\boldsymbol{\beta}$ 를 추정하게 된다.

$$(7) \quad \sum \varepsilon_{kt}^2 = \sum (y_{kt} - \mathbf{x}'_{kt} \boldsymbol{\beta} - \mathbf{d}'_{it} \boldsymbol{\gamma})^2$$

식 (7)의 경우 잔차의 제곱을 바탕으로 $\boldsymbol{\beta}$ 가 추정되므로 이상치의 영향에 더욱 크게 반응하게 된다. 하지만 분위수 회귀의 계수추정은

잔차의 절대값의 가중합(asymmetrically weighted sum)을 최소화하기 때문에 이상치의 영향을 상대적으로 덜 받게 된다. 분위수 회귀는 다음의 식을 최소화하는 β 를 추정한다.

$$(8) \quad \sum \rho_{\tau}(y_{kt} - \mathbf{x}'_{kt}\beta - \mathbf{d}'_{it}\gamma), \text{ where}$$

$$\rho_{\tau}(\varepsilon_{kt}) = \begin{cases} \tau\varepsilon_{kt} & \text{if } \varepsilon_{kt} \geq 0, \\ (\tau - 1)\varepsilon_{kt} & \text{if } \varepsilon_{kt} < 0 \end{cases}$$

식 (8)은 잔차에 ρ_{τ} 의 가중치를 두어 β 를 추정하고 있다. τ 는 분위수를 의미한다. 예컨대 τ (=0.2, 0.4, 0.6, 0.8)의 다수의 분위수에 대하여 식 (8)을 최소화하여 각각의 τ 에 해당하는 회귀선을 찾아낼 수 있다. 이상치가 있을 때 강건성 분석으로 자주 활용되는 중앙값 회귀(median regression)의 경우 $\tau=0.5$ 를 적용하면 된다.

$$(9) \quad \sum |y_{kt} - \mathbf{x}'_{kt}\beta - \mathbf{d}'_{it}\gamma|/2$$

식 (8)에 $\tau=0.5$ 을 적용하면 식 (9)와 같이 된다. 중앙값 회귀(median regression)는 식 (9)를 최소화하는 β 를 추정하게 되며, 주어진 \mathbf{x}_{kt} 와 \mathbf{d}_{it} 에 대하여 토빈의 큐의 조건부 중위수를 찾게 된다.

본 연구에서는 τ (=0.2, 0.4, 0.6, 0.8)의 경우의 분위수 회귀분석과 중앙값 회귀분석을 시행하였다. 표 4.7은 추정 결과를 보여준다. 우선 모든 계수의 추정치가 양수이고 과거 기부금 비율의 평균을 설명변수로 한 $\tau=0.2$ 인 경우를 제외하곤 통계적으로 유의한 추정이 이루어졌다.

이상치가 존재하는 경우 강건성 분석으로 자주 활용되는 중앙값 회귀분석의 경우 계수 추정치가 7.287이다. 이는 기부금 비율의 이상치를 감안하더라도 기부금 비율과 기업 가치 간의 양의 관계를 확인할 수 있는 부분이다.

한편 과거 기부금 비율의 평균으로 분위수 회귀분석 시 τ 가 커짐에 따라 계수 추정치가 증가하는 것을 볼 수 있다. 이는 토빈의 큐의 조건부 분포에서 높은 분위로 갈수록 과거 기부금 비율의 평균이 토빈의 큐에 미치는 영향이 커짐을 의미한다. 마찬가지로 기부금 비율로 추정한 분위수 회귀계수도 τ 가 커짐에 따라 증가하는데, 차이점은 τ 가 0.6에서 0.8로 넘어갈 때 계수 추정치가 감소한다는 점이다. 이는 토빈의 큐의 조건부 분포에서 가장 상위 분위로 가면 오히려 기부금

비율이 기업가치에 미치는 양의 영향이 감소될 수 있음을 의미한다. 이는 기업의 사회 공헌 지출이 커질수록 한계 수입은 작아진다는 것으로 기업의 사회적 성과에 최적 수준이 존재한다는 역 U자 가설의 주장과 상통하는 부분이 있다.

표 4.7 분위수 회귀 분석 결과

	Tobin's Q						Obs.	Control variables	(Industry, year) FE
	OLS	$\tau=0.2$	$\tau=0.4$	median	$\tau=0.6$	$\tau=0.8$			
donation ratio	9.801*** (3.124)	3.743*** (0.919)	5.154*** (1.307)	7.287*** (1.667)	7.791*** (2.130)	6.249* (3.812)	7175	yes	yes
average of former donation ratio	8.193* (4.683)	1.582 (1.382)	7.261*** (2.003)	10.785*** (2.473)	11.868*** (3.222)	16.627*** (5.638)	7171	yes	yes

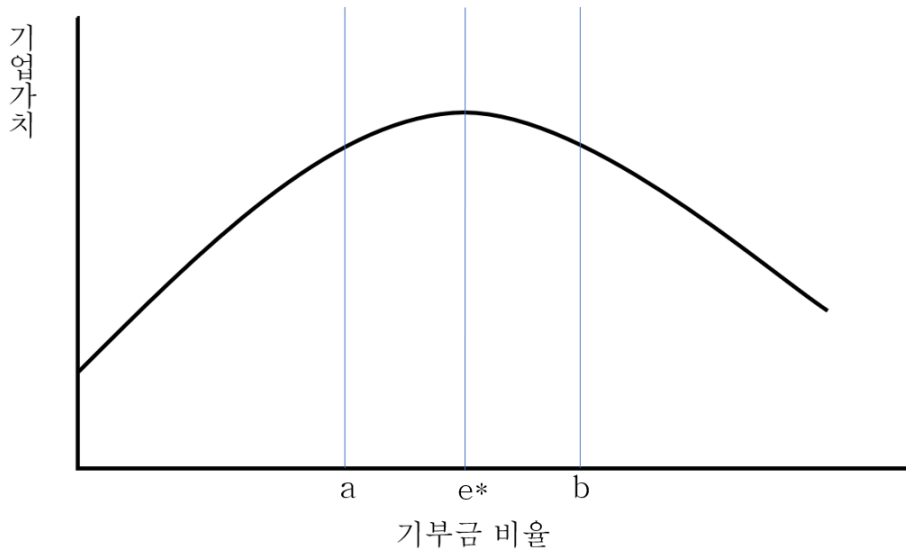
주) *:5%, **:3%, ***:1% 유의 수준.

4.4.4 기부금 비율과 기업가치 간 양의 관계 양상의 확인

지금까지 기부금 지출이 기업 가치에 미치는 긍정적인 영향에 대해 선형 관계를 전제하여 검정하였다. 본 연구는 이에 두 가지 경로가 존재한다고 가정하였는데, 먼저 기부금 지출을 통해 명성을 구축하거나 소비자의 충성도를 높이는 등의 무형 자산을 축적시킴으로써 생산물 시장에서 더 좋은 성과를 내고 장기적으로 기업가치를 높일 수 있다. 두번째로 기부금 지출 비율이 높아질수록 자본 시장에 사회공헌도와 지속가능성이 높은 기업이라는 신호로 작용하여 자본 비용을 낮출 수 있고 결과적으로 기업 가치를 상승시킬 수 있다.

하지만 기부금 지출이 이윤을 높이고 기업 가치를 증가시키기 위한 전략적인 방안으로 여겨지지 않고, 과도하게 실행될 경우 기업 가치에 부정적인 영향을 줄 수 있다. 기업의 사회공헌활동을 주인-대리인관계(principle-agency relationship)가 성립함에 따라 발생하는 대리인 문제(agency problem)로 인식하는 연구들은 대리인(경영자)이 개인의 명성과 사적 효용 증가를 위해 기부금에 과잉 투자하여 대리인 비용이 발생하고 기업가치를 저하시킬 수 있음을 지적한다.

그림 4.9 기부금 비율과 기업 가치의 역 U자형 관계



기부금의 과잉 투자가 기업 가치 하락을 불러온다면 기부금 비율과 기업가치의 관계는 역U자의 형태(inverted-U relationship)의 비선형 관계를 띠게 될 것이다. 그림 4.9는 이러한 관계를 보여준다. 만약 어떤 기업이 기부금 지출을 원점에서 a 사이의 구간에서 하고 있다면 기부금 지출은 기업가치의 상승을 가져올 것이다. 하지만 기부금 비율이 e^* 이상 증가하면 추가적인 기부금 지출의 증가는 기업 가치 하락을 가져올 것이다.

기부금 비율이 기업 가치에 미치는 영향을 추정하는 관점에서 그림 4.9를 본다면 추정의 대상이 되는 관측치들이 어디에 분포하느냐에 따라 역U자의 비선형 관계가 식별이 될 수도 있고 안 될 수도 있다. 만약 표본의 기부금 비율이 주로 $[0, a]$ 의 구간에 분포하거나 b 를 초과하는 구간에 분포한다면 역U자의 비선형 관계는 식별되지 않을 것이다. 이런 경우 1차항으로 이루어진 선형회귀의 방식이 추정에 더 적당하다. 한편 표본의 기부금 비율이 $[a, b]$ 의 구간에 주로 분포한다면 기부금 비율과 기업 가치 간의 어떠한 관계가 유의하게 식별되지 않을 것이다. 모든 경우를 식별하기 위해 가장 이상적인 경우는 표본의 기부금 비율이 전 구간에 골고루 분포되는 경우이다.

기부금 비율과 기업 가치 사이의 비선형 관계를 확인하기 위해 식 (10)과 (11)의 모형을 설계하였다. 이는 식 (1)과 (2)의 모형에

각각의 설명변수의 제곱항이 추가된 형태이다. 제곱항의 계수는 기업 가치와 기부금 비율간 비선형 관계의 형태를 추정하게 된다.

$$(10) \quad Y_{kt} = \alpha + \beta_1 \ln X_{kt} + \beta_2 [\ln X]_{kt}^2 + \gamma' \text{ControlVariables}_{kt} + \text{FE}_{it} + \varepsilon_{kt}$$

$$(11) \quad Y_{kt} = \alpha + \beta_1 \ln(c + X)_{kt} + \beta_2 [\ln(c + X)]_{kt}^2 + \gamma' \text{ControlVariables}_{kt} + \text{FE}_{it} + \varepsilon_{kt}$$

표 4.8 기부금 비율과 기업 가치의 비선형 관계의 추정

	Tobin's Q	
	(1)	(2)
ln dona_ratio	0.058 (0.048)	
(ln dona_ratio)^2	0.0005 (0.0027)	
ln (c+dona_ratio)		0.020 (0.095)
[ln (c+dona_ratio)]^2		-0.0024 (0.0064)
Control variables	Yes	Yes
Industry x year fixed effects	Yes	Yes
Observations	5568	7175

표 4.8은 식 (10)과 (11)에 대한 추정 결과를 보여준다. (1)열과 (2)열은 각각 식 (10)과 (11)에 대한 추정치인데 두 모형 모두 기부금 비율과 기업 가치 간의 어떠한 관계를 유의하게 포착하지 못하고 있다. 두 변수간 선형 관계를 뚜렷하게 포착하고 있는 식 (1)과 (2)의 추정결과와 종합해볼 때 본 연구의 표본인 한국의 코스피와 코스닥 상장 기업의 기부금 비율은 주로 그림 4.9의 $[0, e^*]$ 구간에 분포되어 있을 가능성이 높다. 또한 기부금 비율이 e^* 이상인 구간에도 관측치가 분포되어 있다고 하더라도 그 수가 적어 전체 표본을 대상으로 한 추정 결과에서는 그 영향이 포착되지 않을 가능성도 있다.

4.2절에서 언급하였듯이 이론적으로 기업의 사회 공헌에 대한 비용 지출이 증가할수록 기업 가치에 지속적으로 양의 영향을 미치는 것은 불가능하므로 역 U자의 가설이 합당하다. 하지만 대리인 문제를 고려하더라도 현실에서 기업이 기업의 가치를 저하시키는 수준까지

사회적 성과를 높이는 일은 드물다. 또한 대리인 문제를 해결하기 위해 경영자의 보상을 기업의 경제적 성과와 긴밀히 연결하는 유인 설계의 발전으로, 경영자가 자신의 개인적 명성을 위해 경제적 가치를 저하시키면서까지 사회적 성과를 추구하리라고 생각하기는 힘들다. 따라서 실증적으로 두 성과 간 역 U자의 형태가 발견되기는 쉽지 않은 것이고, 표 4.8과 같은 결과가 나온 것으로 추론할 수 있다. 이는 역 U자 가설이 이론적으로 틀렸기 때문이라고 하기 보다는, 현실에서 기업이 사회적 성과의 최적 수준을 찾아 균형 상태에 도달한 것을 관측했기 때문으로 해석할 수 있다. 따라서 U자 가설의 논리가 현실에 부합한다면, 실증적으로는 그림 4.1의 (가)처럼 위로 볼록 (concave)하면서 증가하는 양상으로 나타날 것이다.

한편 이해 관계자 영향력 (Stakeholder influence capacity: SIC)이론이 주장하는 바에 따르면 두 성과 간의 관계는 U자의 형태를 띄게 된다. 지속적인 사회 공헌 활동으로 이해 관계 영향력 (SIC)을 충분히 축적하였을 때 비로소 기업의 사회적 성과가 경제적 성과로 이어지게 되는 것이다. 역 U자 가설의 경우와 마찬가지로 균형에서는 충분히 이해 관계자 영향력이 축적되어 사회 공헌 활동이 기업 가치에 긍정적 영향을 줄 수 있는 경우에만 사회적 성과를 도모할 가능성이 높다. 즉 이해 관계자 영향력 이론이 현실에 부합한다면 실증적으로는 그림 4.1의 (나)와 같은 아래로 볼록 (convex)하면서 증가하는 형태로 관측될 것이다.

따라서 현실에서 관측 가능한 두 성과 간 관계의 양상을 확인하기 위해 기부금 비율의 상위 10% 그룹에 대한 하위 표본 분석을 시행하였다. 만약 기부금 비율의 상위 10%인 하위 표본의 기부금 비율에 대한 계수 추정치가 나머지 그룹에 비해 크다면 이해 관계자 영향력 (Stakeholder influence capacity: SIC)이론이 현실을 보다 잘 설명하고 있다고 볼 수 있고, 작다면 역 U자의 이론을 지지할 수 있을 것이다. 기부금 비율의 상위 10% 표본은 각 연도 별로 기부금 비율을 오름차순으로 정리하여 상위 10%에 속하는 관측치를 구별한 후 연도 별로 구별된 관측치들을 병합하여 구축했다.

표 4.9 기부금 비율 상위 10% 그룹과 이외 그룹의 그룹 간 평균 차이 t-검정

	Mean (Std. Dev.)		T-test		
	dona10p=1 (n=720)	dona10p=0 (n=6480)	difference	t-value	p-value
tobinq	1.433 (1.139)	1.312 (1.132)	0.121	2.724	0.006
dona_ratio	0.0077 (0.0111)	0.0003 (0.0005)	0.0073	52.574	0

표 4.10 기부금 비율 상위 10% 그룹의 더미 추정 결과

	Tobin's Q			
	(1) dona10p=1	(2) all	(3) dona10p=1	(4) all
ln dona_ratio	-0.022 (0.053)	0.053*** (0.009)		
ln (c+dona_ratio)			-0.022 (0.054)	0.061*** (0.015)
dona10p		-0.338 (0.317)		-0.403 (0.315)
X ln dona_ratio		-0.058 (0.058)		
X ln (c+dona_ratio)				-0.062 (0.056)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry x year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	713	5568	713	7175

주) *:5%, **:3%, ***:1% 유의 수준.

표 4.9는 기부금 비율 상위 10% 그룹과 이외 그룹 간 평균 기부금 비율 및 평균 기업 가치의 차이에 대한 t-검정 결과를 보여준다. Dona10p는 기부금 비율 상위 10%에 속할 경우 1, 그 외의 경우 0의 값을 갖는 더미 변수이다. 기부금 비율 상위 10%의 그룹이 이외의 그룹에 비해 평균 기부금 비율과 평균 기업가치가 더 큼을 보여준다. 표 4.10의 (1)열과 (3)열은 기부금 비율 상위 10% 그룹을 표본으로 한 기본 모형의 추정 결과이다. 기부금 비율의 상위 10% 그룹의 경우

기부금 비율이 0인 관측치가 없으므로 (1)열과 (2)열의 관측치의 수가 동일하다. 그럼에도 불구하고 $\ln(\text{기부금 비율})$ 과 $\ln(c+\text{기부금 비율})$ 의 분포를 그려 보았을 때 $\ln(c+\text{기부금 비율})$ 의 분포가 더 넓은 범위에 고르게 분포되어 있어서 이상치의 영향을 덜 받을 것으로 예상하여 추정에 포함시켰지만 비슷한 추정결과가 나왔다. 기부금 비율의 계수 추정치의 부호가 양에서 음으로 바뀐 것은 의미가 있지만, 통계적으로 유의하지 않은 결과여서 신뢰성이 떨어진다. 표 4.10의 (2)열과 (4)열은 두 그룹간 기부금 비율이 기업 가치에 미치는 영향의 차이를 검정하기 위한 모형의 추정 결과이다. 식 (1)과 (2)와 같은 기본적인 모형에 기부금 비율 상위 10% 더미 변수(dona10p)와 해당 더미 변수와 설명 변수의 교차항(interaction term)을 추가하였다. 이를 통해 두 그룹 간 기부금 비율이 기업 가치에 미치는 영향에 차이가 존재할 경우 그것이 통계적으로 유의한 차이인지 알 수 있다. 표 4.10의 결과는 유의한 차이는 보여주고 있지 않다. 여전히 설명 변수는 기업 가치와 강한 선형관계를 드러내고 있지만, 더미변수(dona10p)와 설명변수의 교차항의 경우 유의성이 떨어졌다. 하지만 더미변수(dona10p)와 설명 변수 교차항의 계수 추정치와 설명 변수의 계수 추정치를 더했을 때 음수가 나오는 것은 기부금이 과도하게 지출되었을 경우 기업 가치를 오히려 떨어뜨릴 수 있다는 역 U자 가설과 일치하는 방향이다. 기부금 상위 10% 그룹의 경우 기부금 비율을 증가시킬수록 기업 가치가 감소한다는 의미이기 때문이다.

4.4.5 하위 표본 분석 I: 전경련 회원사

기부금 지출을 통해 기업 가치가 증가하는 경로 중 생산물 시장 경로는 소비자가 기업의 사회 공헌 활동을 어떻게 받아들이고 있는지가 매우 중요하다. 기업이 지출하는 기부금에 대해 소비자가 사회에 공헌하는 활동으로 인식하지 않을 경우, 명성이나 소비자 충성도와 같은 무형 자산은 축적될 수 없고 결과적으로 기업 가치의 증가 효과도 없을 것이다.

그런 면에서 전국경제인연합회(이하 전경련)^⑦ 회원사의 기부금 지출에 대해 일부 소비자들은 사회에 공헌하는 목적으로 이루어진

^⑦ 1961년 민간 경제인들이 자발적으로 만든 민간종합경제단체로, 법적으로는 사단 법인의 지위를 갖고 있다.

기부인지에 대해 의문을 갖고 있다. 특히 회원사가 전경련에 기부하는 활동의 공익성을 의심하는 사람들이 있다. 전경련 정관에 의하면 전경련이 최우선으로 추구하는 바는 자유시장경제의 창달과 건전한 국민경제의 발전을 위하여 올바른 경제정책을 구현하고 한국 경제의 국제화를 촉진하는 것이다. 즉, 명목 상 소속 기업들의 사적인 이익을 추구하는 집단이 아닌 공익적 목적의 집단인 것이다. 따라서 회원사가 전경련에 기부를 한다고 해서 사회 공헌과 상관 없다고 판단할 수는 없다.

문제는 소비자들마다 전경련이 공익을 위한 단체인지에 대해 의견이 분분하다는 것이다. 특히 2016년 12월 전경련이 개인의 사익을 위해 움직였다고 밝혀진 미르 재단과 K스포츠 재단 설립을 위해 20여 기업에서 약 770억원을 기부 받은 사실이 드러나면서 논쟁의 여지가 더욱 커졌다. 전경련이 정부의 주력 사업에 자금을 출연해온 일은 비단 박근혜 정부만의 경우는 아니다. 김대중 정부와 노무현 정부 때는 40억 달러 규모의 북한 현물 지원 사업을 주도했고, 이명박 정부 때는 저금리 대출 사업을 하는 “미소금융재단”의 설립에 1조원 가량을 지원했다. 이처럼 정부와 긴밀하게 연결된 전경련의 활동들은 개인의 정치 성향이나 배경, 특성에 따라 다르게 받아들여지게 마련이다.

즉 전경련 회원사의 기부금 지출은 소비자들에게 넓은 스펙트럼을 갖고 다양한 의미로 받아들여질 수 있으며, 순수하게 소비자들이 기업의 기부금 전체를 사회 공헌 활동으로 받아들이는 경우에 비해 기부금의 기업 가치 증가 효과가 희석될 수 있다. 이에 따라 기부금 비율이 기업 가치에 미치는 영향을 분석함에 있어서 보다 정확한 추정을 위해 전경련 회원사를 구분하여 분석하였다.

표 4.11 전경련 회원사와 비회원사의 그룹 간 평균 차이 t-검정

	Mean (Std. Dev.)		T-test		
	fki=1 (n=1149)	fki=0 (n=6056)	difference	t-value	p-value
tobinq	1.145 (0.722)	1.358 (1.192)	-0.213	-5.854	0
dona_ratio	0.0012 (0.002)	0.0010 (0.004)	0.0002	1.1242	0.261

표 4.12 전경련 회원사 그룹 기본 모형 및 더미 모형 추정 결과

	Tobin's Q			
	(1) fki=1	(2) all	(3) fki=1	(4) all
ln dona_ratio	0.034*** (0.011)	0.039*** (0.009)		
ln (c+dona_ratio)			0.030* (0.016)	0.055*** (0.012)
fki		-0.187 (0.200)		-0.278 (0.242)
X ln dona_ratio		-0.030 (0.022)		
X ln (c+dona_ratio)				-0.060** (0.030)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry x year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	972	5568	1148	7175

주) *:5%, **:3%, ***:1% 유의 수준.

표 4.11은 전경련 회원사 그룹과 이외 그룹 간 평균 기부금 비율 및 평균 기업 가치의 차이에 대한 t-검정 결과를 보여준다. Fki는 전경련 회원사인 경우 1, 그 외의 경우 0의 값을 갖는 더미 변수이다. 전경련 회원사 그룹이 이외의 그룹에 비해 평균 기부금 비율은 더 높고 평균 기업 가치는 더 낮음을 보여준다. 하지만 평균 기부금 비율의 차이는 통계적으로 유의한 차이는 아니다.

표 4.12의 (1)열과 (3)열은 전경련 회원사 그룹을 표본으로 한 기본 모형 추정 결과이다. 이것은 같은 모형에 대해 전체 표본으로 추정했을 경우보다 0.01에서 0.02 가량 계수의 크기가 작다. 즉 앞서 예상했던 것처럼 전경련 회원사의 경우 기부금 지출의 기업 가치 증가 효과가 희석되어 영향이 작아질 가능성을 보여주는 것이다. 이 차이에 대한 통계적 유의성을 확인해보기 위해 (2)열과 (4)열을 추가하였다. 이는 두 그룹간 기부금 비율이 기업 가치에 미치는 영향의 차이를 검정하기 위한 모형의 추정 결과이다. 식 (1)과 (2)와 같은 기본적인 모형에 전경련 회원사 더미(fki)와 해당 더미변수와 설명변수의 교차항(interaction term)을 추가하였다. 교차항의 계수를 통해 기부금 비율이 기업 가치에 미치는 영향에 있어서 두 그룹 간 통계적으로 유의한 차이가 존재하는지 알 수 있다. 표 4.12의 (4)열은 두 그룹 간 유의한 차이를 보여주고 있다. 더미 변수(fki)와 설명 변수 교차항의 계수 추정치 -0.06 과 설명변수의 계수 추정치 0.055 를 더했을 때 -0.005 가 나오는데, 전경련 회원사의 경우 기부금 비율을 증가시킬수록 기업가치가 0.005 만큼 감소한다고 해석할 수 있다. 이는 전경련 회원사의 기부금은 모든 소비자로 하여금 온전히 사회 공헌 활동으로 받아들여지지 않아서 기부금 비율의 증가가 기업 가치에 미치는 영향이 희석될 것이라는 가설과 일치하는 것을 넘어서서 기부금 비율의 증가가 오히려 기업 가치를 떨어뜨리는 결과이다. 만약 기업의 기부금 지출이 오히려 기업 이미지를 저해하고 소비자 충성도를 낮추는 방향으로 작용한다면, 소비자 경로에서 기부금은 기업 가치에 대해 마이너스 효과로 작용할 가능성도 있다.

또는 전경련 회원사의 경우 표 4.11에서 기부금 비율이 이외 그룹에 비해 유의하게 더 높았는데, 이러한 수준이 그림 4.9의 역 U자 관계에서 최적의 기부금 비율이었던 e^* 를 넘어서는 수준이어서 위와 같은 결과가 나올 수도 있다. 즉, 전경련 회원사들이 기업 가치를 높이기 위한 기부금 비율의 최적 수준을 넘어서는 기부금 지출을 하고 있다는 것이다.

4.4.6 하위 표본 분석 II: 대기업

전경련 회원사와 비슷한 이유로 대기업의 경우도 소비자 경로에서의 기부금의 기업 가치 증가 효과가 떨어질 가능성이 있다. 예를 들어

오뚜기와 같은 중견 기업의 기부 활동에 대한 소비자들의 반응과 삼성 전자나 SK텔레콤과 같은 대기업의 기부 활동에 대한 소비자들의 반응은 체감하기에 상당히 다르다. 전자의 경우 선행에 대해 인정해주는 반응이라면 후자의 경우 당연히 해야 할 일이라는 반응인 경우가 있다. 실상 기부금 비율의 경우 오뚜기보다 삼성 전자와 SK텔레콤이 더 높았다. 2011년부터 2016년 동안 오뚜기의 기부금 비율 평균은 0.0015인데 삼성 전자와 SK텔레콤은 각각 0.0022, 0.0057이다. 또한 삼성전자와 SK텔레콤의 경우 기간 내 기복 없이 매출액 대비 거의 비슷한 비율로 기부금을 지출하고 있었다. 이는 대기업의 경우 사회 공헌에 관한 전담팀과 전문 인력을 두고 있는 경우가 대부분이어서, 그에 따라 기부금을 비롯한 사회 공헌 활동이 체계와 일관성을 갖고 이루어지는 데에 기인한다. 그럼에도 불구하고 오뚜기의 기부 활동의 경우 지속적으로 SNS 등에서 회자되었던 반면, 대기업의 기부 활동은 상대적으로 주목을 덜 받았던 이유는 일부 소비자들에게 부정적으로 자리잡은 우리나라 대기업의 이미지와 무관하지 않다. 이러한 부분은 기존 문헌에서도 확인해볼 수 있다. 윤영민, 최준혁 (2015)은 기업정서에 관한 인식 조사 추이 분석을 통해 한국의 경우 대기업 위주로 반기업 정서가 상당히 높다고 주장하면서 그렇게 된 원인들을 분석하였다. 유지수, 조삼섭(2008)은 대기업인 경우와 중소기업인 경우 국내 소비자들이 갖고 있는 반감의 수준이 다르기 때문에 대기업보다 중소기업이 사회 공헌 활동을 통한 기업 이미지 상승효과가 더 크다고 주장하였다.

즉 사회 공헌 활동이 이미지를 개선시키고 명성을 높여주는 효과가 대기업의 경우 중소기업에 비해 작을 수 있으며, 그에 따라 기부금 지출이 기업 가치에 미치는 영향도 작아질 수 있다. 따라서 기부금 비율이 기업 가치에 미치는 영향을 분석함에 있어서 보다 정확한 추정을 위해 대기업 그룹을 구분하여 분석하였다.^⑧

⑧ 대기업과 중소기업의 구분은 『중소기업기본법 시행령』에서 기업의 자본금, 매출액, 종업원수를 그 기업이 속한 업종별로 기준을 달리 제공하고 있는데 이를 바탕으로 중소기업과 대기업 여부를 가렸다.

표 4.13 대기업과 이외 그룹의 평균 차이 t-검정

	Mean (Std. Dev.)		T-test		
	ldum=1 (n=4202)	ldum=0 (n=2981)	difference	t-value	p-value
tobinq	1.186 (0.760)	1.516 (1.489)	-0.329	-12.273	0
dona_ratio	0.0012 (0.0048)	0.0007 (0.002)	0.0005	4.6806	0

표 4.14 대기업 그룹 기본 모형 및 더미 모형 추정 결과

	Tobin's Q			
	(1) ldum=1	(2) all	(3) ldum=1	(4) all
ln dona_ratio	0.043*** (0.005)	0.063*** (0.013)		
ln (c+dona_ratio)			0.042*** (0.008)	0.073*** (0.017)
ldum		-0.532*** (0.164)		-0.492** (0.192)
X ln dona_ratio		-0.048*** (0.017)		
X ln (c+dona_ratio)				-0.047** (0.022)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry x year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3551	5550	4207	7157

주) *:5%, **:3%, ***:1% 유의 수준.

표 4.13은 대기업 그룹과 중소기업 그룹 간 평균 기부금 비율 및 평균 기업 가치의 차이에 대한 t-검정 결과를 보여준다. Ldum은 대기업인 경우 1, 그 외의 경우 0의 값을 갖는 더미 변수이다. 대기업이 중소기업에 비해 평균적으로 기부금 비율은 높은 반면 기업 가치는 낮다는 것이 유의하게 밝혀졌다. 표 4.14의 (1)열과 (3)열은 대기업 그룹을 표본으로 한 기본 모형 추정 결과이다. 이것은 같은 모형에 대해 전체 표본으로 추정했을 경우보다 0.01 가량 계수의 크기가 작다. 즉 앞서 예상했던 것처럼 대기업의 경우 소비자들의 반기업 정서의

영향으로 기부 활동이 기업 가치에 미치는 영향이 작아질 가능성을 보여주는 것이다. 이 차이에 대한 통계적 유의성을 확인해보기 위해 (2)열과 (4)열을 분석에 추가하였다. 이는 두 그룹간 기부금 비율이 기업 가치에 미치는 영향의 차이를 검정하기 위한 모형의 추정 결과이다. 식 (1)과 (2)와 같은 기본적인 모형에 대기업 더미(ldum)와 해당 더미변수와 설명변수의 교차항(interaction term)을 추가하였다. 교차항의 계수를 통해 기부금 비율이 기업 가치에 미치는 영향에 있어서 두 그룹 간 통계적으로 유의한 차이가 존재하는지 알 수 있다. 표 4.14의 (2)열과 (4)열의 결과 모두에서 교차항의 계수가 음수로 유의하게 추정됨을 볼 수 있다. 이는 대기업의 경우 중소기업에 비해 기부금 비율의 증가가 기업 가치에 미치는 영향이 작아짐을 드러낸다. 더미변수(ldum)와 설명 변수 교차항의 계수 추정치를 설명 변수의 계수 추정치와 더하면 대기업이 기부금 비율을 증가시킬 때 기업가치가 증가하는 정도를 확인할 수 있는데, 그 값은 (2)열과 (4)열에서 각각 0.015와 0.026이다. 이는 전경련 회원사의 경우 기부금 비율의 증가가 기업가치를 오히려 떨어뜨렸던 것과는 다른 결과이다. 표 4.13에서 대기업도 전경련 회원사처럼 이외 그룹에 비해 기부금 비율이 유의하게 높았음을 보여주는데, 이는 전경련 회원사의 경우 기업 가치를 높이기 위한 기부금 비율의 최적 수준을 넘어서는 수준까지 기부금 지출을 하고 있는 반면, 대기업의 경우 중소기업에 비해 기부금 비율이 높긴 하지만 최적 수준을 넘어서는 수준까지 높지는 않다는 것으로 추론할 수 있다.

4.4.7 하위 표본 분석 III: 세금감소 유인이 있는 기업

기업은 이윤극대화를 목표로 하기 때문에 사회 공헌 활동에 있어서도 자선 단체와 같이 행동하기보단 인센티브에 맞게 전략적으로 자원을 할당할 것이다. 이런 측면에서 기부금 지출 결정은 세금 감면을 위해 이루어질 가능성이 있다. 우리나라 법인세법 상 기부금은 사업과 직접적인 관계없이 특수관계자를 제외한 타인에게 무상으로 지출하는 재산적 증여의 가액을 말하는데, 사업과 관련 없는 지출이므로 본래는 손금이 될 수 없으나 공익성과 기업 활동의 원활한 수행을 위해 지출한 기부금을 일정 한도 내에서 손금으로 인정하고 있다. 따라서 손금으로 인정된 기부금 지출은 과세표준액의 감소를 통해 실질부담세금을 낮출 수 있다. 만약 어떤 기업이 기부금의 추가적인 지출로 인해 과세표준

구간이 바뀌는 경우 세금 절감 효과가 더해져 기부금 비율이 기업 가치에 미치는 영향이 증가할 가능성이 존재한다. 따라서 이러한 기업을 구분하여 분석한다면 기부금이 기업 가치에 미치는 영향을 보다 정확하게 추정할 수 있을 것이다.

하지만 기업의 과세표준과 법인세 납부액은 공개된 정보가 아니다. 송호신, 전봉걸(2011)은 기업의 재무 정보를 바탕으로 기업의 법인세 납부액과 과세표준을 추정하는 방법을 제시하고 있다,

다음은 송호신, 전봉걸(2011)의 방법을 인용한 것이다.

$$\begin{aligned}
 (12) \quad & \text{'t' 년도 추정 법인세납부액} \\
 &= \text{t년도 법인세비용} \\
 &- [\text{'t' 년도 이연법인세부채} - \text{'t-1' 년도 이연법인세부채}] \\
 &+ [\text{'t' 년도 이연법인세자산} - \text{'t-1' 년도 이연법인세자산}]
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 (13) \quad & \text{'t' 년도 주민세 제외 법인세납부액} (\hat{T}_{NW,t}(2)) \\
 &= \text{'t' 년도 추정 법인세 납부액} * 100/110
 \end{aligned}$$

$$(14) \quad \hat{T}_t = \max(0, \hat{T}_{NW,t}(2))$$

$$\begin{aligned}
 (15) \quad \hat{T}_t = & (k_L \min\{\bar{T}B_t, TB_{thresh}\} \\
 & + k_H [\bar{T}B_t - TB_{thresh}] I(\bar{T}B_t > TB_{thresh}) - E)
 \end{aligned}$$

식 (12)는 법인세 납부액을 추정하는 식이다. 발생주의에 의해 손익계산서에 계상된 법인세 비용에 이연법인세 부채의 증감을 빼고 이연법인세 자산의 감소를 더해서 계산된다. 손익계산서의 법인세 비용은 통상 주민세 10%가 포함되어 있기 때문에 식 (13)의 과정을 통해 그 부분을 제외해준다. 이렇게 추정한 금액은 음수로 나올 수도 있으므로 추정 법인세 납부액은 식 (14)와 같이 정의한다. 과세표준을 추정하기 위해선 표 4.15의 과세표준 구간 별 세율을 바탕으로 추정 법인세 납부액으로부터 역산하면 된다. 식 (15)는 추정 법인세 납부액과 과세표준 간의 관계를 보여준다. 이 식을 TB에 대해 정리하면 과세표준을 추정할 수 있다.

표 4.15 우리나라 법인세 세율 및 과세표준(TB) 구간

TB > 20,000,000,000	22%
200,000,000 < TB ≤ 20,000,000,000	20%
TB ≤ 200,000,000	10%

$$(16) \quad \widehat{TB}_t = \begin{cases} \hat{T}_{NW,t}/k_L & \text{if } \hat{T}_{NW,t}/k_L \leq TB_{thresh} \\ TB_{thresh} + (\hat{T}_{NW,t} - TB_{thresh} \times k_L)/k_H & \text{if } \hat{T}_{NW,t}/k_L > TB_{thresh} \end{cases}$$

식 (16)은 과세표준을 추정 법인세 납부액의 식으로 정리해준 모습이다. 본 연구에서는 이 과정을 그대로 따라가면서 법인세 납부액과 과세표준을 추정하였다. 이어 추정된 과세표준에 해당 기간의 기부금 지출을 더하여 기부금 지출로 인해 과세표준 구간이 낮아지는 관측치들을 구분해냈다.

표 4.16 세금 감소 유인이 있는 그룹과 이외 그룹의 평균 차이 검정

	Mean (Std. Dev.)		T-test		
	tsdum=1 (n=198)	tsdum=0 (n=7002)	difference	t-value	p-value
tobinq	1.091 (0.579)	1.331 (1.144)	-0.239	-2.93	0.003
dona_ratio	0.0037 (0.006)	0.0009 (0.004)	0.0027	9.0785	0

표 4.17 세금 감소 유인이 있는 그룹의 기본 모형 및 더미 모형 추정 결과

	Tobin's Q			
	(1) tsdum=1	(2) all	(3) tsdum=1	(4) all
ln dona_ratio	0.080** (0.038)	0.035*** (0.008)		
ln (c+dona_ratio)			0.094** (0.044)	0.047*** (0.011)
tsdum		-0.055 (0.308)		-0.117 (0.345)
X ln dona_ratio		-0.002 (0.046)		
X ln (c+dona_ratio)				-0.011 (0.053)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry x year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	198	5568	198	7175

주) *:5%, **:3%, ***:1% 유의 수준.

표 4.16은 기부금 지출을 통해 과세표준 구간을 낮추고자 하는 유인이 있는 기업 그룹과 이외 그룹 간 평균 기부금 비율 및 평균 기업 가치의 차이에 대한 t-검정 결과를 보여준다. tsdum은 기부금 지출을 통해 과세표준 구간을 낮추고자 하는 유인이 있는 기업 그룹인 경우 1, 그 외의 경우 0의 값을 갖는 더미 변수이다. 세금 인하의 유인이 있는 기업이 그렇지 않은 기업에 대해 평균적으로 기부금 비율은 높은 반면 기업 가치는 더 작다는 차이가 유의하게 검정되었다. 추가적인 기부로 과세표준을 낮추고자 하는 유인이 있기 때문에 기부금 비율의 평균이 더 높았을 가능성이 있다.

표 4.17의 (1)열과 (3)열은 기부금 지출을 통해 과세표준 구간을 낮추고자 하는 유인이 있는 기업 그룹을 표본으로 한 기본 모형 추정 결과이다. 이것은 같은 모형에 대해 전체 표본으로 추정했을 경우보다 0.03 이상 계수의 추정치가 크다. 즉 앞서 예상했던 것처럼 기부금 지출을 통해 과세표준 구간을 낮출 수 있는 기업의 경우, 추가적인 기부를 통해 과세표준을 낮추고 세금을 절감하여 기부금 비율이 기업 가치에 영향을 미치는 부분이 더 커졌을 가능성을 보여준다.

이 차이에 대한 통계적 유의성을 확인해보기 위해 (2)열과 (4)열을 분석에 추가하였다. 이는 두 그룹 간 기부금 비율이 기업 가치에 미치는

영향의 차이를 검정하기 위한 모형의 추정 결과이다. 식 (1)과 (2)와 같은 기본적인 모형에 세금 감소 유인이 있는 기업의 더미(tsdum)와 해당 더미 변수와 설명 변수의 교차항(interaction term)을 추가하였다. 교차항의 계수를 통해 기부금 비율이 기업 가치에 미치는 영향에 있어서 두 그룹 간 통계적으로 유의한 차이가 존재하는지 알 수 있다. 하지만 (1)열과 (3)열에서의 결과와는 달리 교차항 계수의 부호가 마이너스로 추정되었고, 통계적 유의성도 떨어지는 결과를 보여준다.

예상했던 결과가 나오지 않은 이유를 두 가지로 고려해볼 수 있다. 우선 법인세 납부액과 과세표준을 추정하는 과정에서 생길 수 있는 오차이다. 송호신, 전봉걸(2011)은 과세표준을 추정함에 있어서 세액공제와 감면액의 존재로 추정오차가 발생할 수 있음을 지적하였다. 두번째로 생각해볼 수 있는 요인은 관측치의 개수가 198개로 상대적으로 작다는 것을 고려해볼 수 있다. 198개 표본이 단독으로 분석하기에 적은 관측치는 아니지만, 7,175개의 전체 표본 속에 섞여 들어갔을 때 서로 간 차이를 유의하게 분석하기에는 상대적으로 적은 표본의 수일 수 있다.

4.5 두 경로를 통한 영향: 생산물 시장과 자본 시장

본 연구는 기업의 사회 공헌 활동이 기업 가치에 영향을 미치게 되는 두 가지 경로-생산물 시장과 자본 시장-가 존재한다고 가정하였다. 첫째로 기부금 지출을 통해 명성을 구축하거나 소비자의 충성도를 높이는 등의 무형 자산을 축적시킴으로써 생산물 시장에서 더 좋은 성과를 내고 장기적으로 기업 가치를 높일 수 있다. 두번째로 기부금 지출비율이 높아질수록 자본 시장에 사회 공헌도와 지속가능성이 높은 기업이라는 신호로 작용하여 자본 비용을 낮출 수 있고 결과적으로 기업 가치를 상승시킬 수 있다. 본 절에서는 이 두 가지 경로가 실제로 작동하는지 작동한다면 얼마만큼의 크기로 각 경로에서 기업 가치에 영향을 주고 있는지 추정해보았다.

4.5.1 소비자를 통한 기업 가치 증가 효과: 생산물 시장 경로

기부금 비율의 증가가 기업 가치에 양의 영향을 끼치는 가운데

기업의 명성이나 소비자 충성도가 증가하면서 추가적으로 기업 가치를 더 상승시키는 부분은 생산물 시장에서 소비자의 기업 선택과 구매 행동의 변화에 따른 것으로 유추해볼 수 있다. 즉 명성과 충성도가 생산물 시장에서 기부금 비율과 기업 가치의 관계를 강화시키는 일종의 매개 변수로 작용할 수 있는 것이다. 명성이나 충성도가 높아지면 생산물 시장에서의 소비자 경로가 더 활발하게 작동할 것이고, 기부금이 기업 가치를 높이는 영향이 커지는 것이다. 따라서 그 증가분을 추정하여 생산물 시장을 통한 기업 가치의 증가 효과로 간주할 수 있다.

하지만 기업의 명성이나 소비자 충성도, 기업 이미지와 같은 자료는 조사 자료로써 연도 별로 꾸준히 조사된 경우가 없으므로 광고선전비로 이를 대체하였다. 기업이 기부금 비율을 높이는 가운데 광고선전비가 증가하는 경우, 광고선전비의 증가로 인해 기업의 기부 활동이 더 효과적으로 알려질 수 있다고 가정한다면, 추가적으로 기업 가치를 더 상승시키는 부분이 있을 것이다. 이를 추정하여 기부금 지출이 생산물 시장의 소비자를 통해 기업 가치를 높이는 부분을 식별해낼 수 있다. 유지수, 조삼섭(2008)은 실험 연구를 통해 기업의 사회 공헌 활동 뉴스를 읽기 전보다 읽은 후에 기업 이미지가 더 호의적으로 나타나, 기업의 사회 공헌 활동 뉴스가 기업 이미지에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 보였다. 따라서 기업 이미지나 소비자 충성도 대신에 광고선전비를 사용해도 소비자를 통한 기업 가치 증가효과를 어느 정도 식별해낼 수 있을 것으로 기대한다.

기업이 기부금 비율을 높이는 가운데 광고선전비가 증가하는 경우, 광고선전비의 증가로 인해 추가적으로 기업가치를 더 상승시키는 부분을 식별해내기 위해 다음과 같은 모형을 설계했다.

$$(17) \quad Y_{kt} = \alpha + \beta X_{kt} + \beta_3 Z_{kt} + \gamma' \text{ControlVariables}_{kt} + \mathbf{FE}_{it} + \varepsilon_{kt} ,$$

$$(18) \quad Y_{kt} = \alpha + \beta \ln(1 + X)_{kt} + \beta_3 Z_{kt} + \gamma' \text{ControlVariables}_{kt} + \mathbf{FE}_{it} + \varepsilon_{kt},$$

where $\beta = \beta_1 + \beta_2 Z_{kt}$

여기서 X는 설명 변수로써 기부금의 총 매출액에 대한 비율이고, Z는 광고선전비의 총 매출액에 대한 비율(AdvExp/Totalsales; AdvRatio)이다. 식 (1)과 (2)와 같은 기본적인 모형에 광고선전비 비율(AdvRatio)항과 광고선전비 비율(AdvRatio)과 설명 변수의 교차항

(interaction term)을 추가하였다. 교차항의 계수인 β_2 의 추정치는 광고선전비의 증가로 인해 기업의 기부 활동이 더 알려지게 됨으로써 기부금 비율의 증가가 기업 가치에 미치는 영향이 커지는 부분을 포착하는 변수이다. 이는 생산물 시장에서의 소비자를 통한 기부의 기업 가치 증가분으로 간주할 수 있다. 모형 (18)에서 $\ln(\text{기부금 비율})$ 을 사용하지 않고 $\ln(1+\text{기부금 비율})$ 을 사용한 이유는 $\ln(\text{기부금 비율})$ 은 0보다 작은 영역에도 값이 분포하기 때문에 광고선전비 비율과의 교차항의 계수가 제대로 추정될 수 없기 때문이다.

표 4.18 총 매출액에 대한 광고선전비 비율(AdvRatio)과 기부금 비율(Dona_ratio)의 기술통계량

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
AdvRatio	7200	0.0081	0.023	0	0.6166
Dona_ratio	7200	0.0011	0.0042	0	0.1459

표 4.19 기부금이 기업 가치에 미치는 영향에 대한 광고비의 효과

Tobin's Q		
	(1)	(2)
dona_ratio	10.403*** (3.357)	
× AdvExp/Totalsales	-302.237** (139.037)	10.771*** (3.494)
ln (1+dona_ratio)		-307.078** (140.868)
× AdvExp/Totalsales		
AdvExp/Totalsales	6.429*** (0.659)	6.433*** (0.660)
Control variables	Yes	Yes
Industry X year fixed effects	Yes	Yes
Observations	7175	7175

주) *:5%, **:3%, ***:1% 유의 수준.

표 4.19의 (1)열과 (2)열은 각각 모형 (17), (18)의 추정 결과를 보여준다. 광고선전비 비율을 통제하고 광고선전비 비율과 기부금 비율의 교차항을 모형에 포함하더라도, 여전히 기부금 비율의 계수 추정치는 모형 (17)과 (18)에서 각각 10.403과 10.771로 양수의 값이 유의하게 추정되었다. 또한 광고선전비 비율의 계수도 각각 6.429와 6.433으로 유의하게 추정되었는데, 이는 기부금 비율과 광고선전비 비율이 높아질수록 기업 가치에 양의 영향을 주고 있는 동시에 기부금 비율의 단독 효과가 광고선전비 비율의 단독 효과보다 4 정도 크다는 것이다. 하지만 모형에서 추정하고자 의도했던 기업이 기부금 비율을 높이는 가운데 광고선전비가 증가하는 경우, 광고선전비의 증가로 인해 추가적으로 기업 가치를 더 상승시키는 부분에 대해서는 모형 (17)과 (18)에서 각각 -302와 -307로 음수로 추정되었다. 이는 기업이 기부금 비율을 높이는 가운데 광고선전비가 증가하는 경우, 광고선전비의 증가로 인해 기업의 기부 활동이 더 효과적으로 알려질 수 있다고 가정하여 추가적으로 기업 가치를 더 상승시키는 부분이 있을 것이란 예상과 반대되는 결과이다.

만약 기업이 광고와 선전을 통해 기부와 같은 사회 공헌 활동을 알리는 일 보다는 제품과 서비스의 선전에 초점을 맞추었다면, 기업이 광고선전비를 높이더라도 기부 활동이 더 효과적으로 알려지지 않았을 수도 있다. 이런 경우 교차항의 계수 추정치가 의미하는 바는 기부와 광고 및 선전이 둘 다 기업 가치를 제고하는 방향으로 사용될 수 있는 가운데, 광고선전비와 기부금이 기업 가치를 높이는 목적에 있어서 대체 관계가 될 수 있음을 보여주는 결과라고 할 수 있다. 또한 표 4.18에서 기부금 비율과 광고선전비 비율은 각각 0.0011과 0.0081로 광고선전비가 기부금에 비해 평균적으로 약 여덟 배 더 집행되고 있음을 알 수 있다. 즉 광고선전비와 기부금이 기업 가치를 상승시키는 데에 있어서 비슷한 역할을 한다면, 광고선전비가 충분히 많이 집행되어 기업 가치를 높이는 데 사용되었기 때문에, 기부금의 기업 가치에 대한 추가 기여 효과는 감소한 것으로 유추할 수 있다. 한편 절대값이 300이 넘는 큰 계수 추정치가 나온 이유는 표 4.18에서 볼 수 있듯이 기부금 비율과 광고선전비 비율의 평균은 각각 0.0011과 0.0081로 둘을 곱했을 때 굉장히 작은 값이 되기 때문이다.

위의 추론과 같이 기업이 광고와 선전을 통해 기부와 같은 사회 공헌 활동을 알리는 일 보다는 제품과 서비스의 선전에 초점을

맞추었다면 광고선전비는 기부가 기업 가치에 미치는 영향의 소비자 경로를 식별해내기에 적당하지 않은 변수일 것이다. 이러한 부분을 보완하기 위해 전체 표본에서 B2C기업을 구분하여 분석함으로써 소비자를 통한 기부의 기업 가치의 증가 효과를 추정해보려고 한다. 표본에서 각 기업이 속한 산업을 소비재 산업과 비소비재 산업으로 구분하여 소비재 산업에 속한 기업에게 1의 값을 주는 더미변수(b2c)를 모형에 추가하고 더미변수와 설명변수의 교차항을 함께 추가하여 B2C기업에서 기부금 비율이 기업 가치에 미치는 영향이 더 클지를 검정하였다.

표 4.20 B2C 기업 하위 그룹 분석

	Tobin's Q	
	(1)	(2)
ln dona_ratio	0.031*** (0.009)	
ln (c+dona_ratio)		0.034*** (0.011)
b2c	0.589*** (0.146)	0.640*** (0.177)
X ln dona_ratio	0.062*** (0.017)	
X ln (c+dona_ratio)		0.073*** (0.021)
Control variables	Yes	Yes
Industry x year fixed effects	Yes	Yes
Observations	5568	7175

주) *:5%, **:3%, ***:1% 유의 수준.

표 4.20을 보면 B2C 산업에 속한 기업이 확연히 기업가치가 더 높다는 것을 확인할 수 있다. 더불어 B2C 더미 변수와 기부금 비율의 설명 변수의 교차항의 계수 추정치가 (1)열과 (2)열의 결과에서 각각 0.062, 0.073의 양의 값으로 유의하게 추정되었다. 이는 B2C 산업에 속한 기업들은 이외 기업들에 비해 기부금 비율을 높임으로써 얻는 기업

가치의 추가적 상승분이 더 크다는 것을 의미한다. 이 결과는 생산물 시장에서 소비자를 통해 기업의 사회 공헌 활동이 인정받고 기업 가치의 증가로 이어지는 경로가 존재함을 보여준다.

4.5.2 투자자를 통한 기업 가치 증가 효과: 자본 시장 경로

본 절에서는 기부금 지출 비율이 높아질수록 자본 시장에 사회 공헌도와 지속가능성이 높은 기업이라는 신호로 작용하여 자본 비용을 낮출 수 있고 결과적으로 기업 가치를 상승시킬 수 있는 경로가 존재한다고 가정하고 그 효과를 추정하고자 한다. 기업의 사회 공헌 정도와 지속가능성을 판단하여 투자하는 방식을 사회 책임 투자(socially responsible investment: SRI)라고 하는데 우리나라의 경우 공적연기금을 중심으로 2006년부터 시작되었다. 사회 책임 투자(SRI)를 도와주는 평가지표가 ESG인데 한국기업지배구조원에서 2011년부터 평가를 진행하고 있다. ESG는 환경(environment), 사회(social), 지배구조(governance)의 세 가지 영역에서 기업의 비재무적요소를 바탕으로 지속가능성을 평가하는데, 통상 사회 책임 투자(SRI)는 ESG 점수를 바탕으로 이루어지고 있다. 즉 ESG 점수가 높으면 사회 책임 투자(SRI)를 더 많이 받게 되는 것이다. ESG를 바탕으로 하는 사회 책임 투자(SRI)는 결국 장기적으로 사회 전체와의 관계 속에서 지속가능성을 추구하는 기업의 가치가 상승할 것이라는 기대에 기인한다. 따라서 ESG 점수가 높아질수록 사회 책임 투자(SRI)를 더 많이 받게 될 가능성이 높아지고, 이에 따라 추가적으로 기부금 지출이 기업 가치에 미치는 영향이 증가하는 부분은 투자자를 통한 기부의 기업 가치의 증가 효과로 간주할 수 있다. 이를 추정하기 위해 다음과 같은 모형을 설계했다.

$$(19) \quad Y_{kt} = \alpha + \beta X_{kt} + \beta_3 S_{kt} + \gamma' \text{ControlVariables}_{kt} + \mathbf{FE}_{it} + \varepsilon_{kt} ,$$

$$(20) \quad Y_{kt} = \alpha + \beta \ln(1 + X)_{kt} + \beta_3 S_{kt} + \gamma' \text{ControlVariables}_{kt} + \mathbf{FE}_{it} + \varepsilon_{kt},$$

where $\beta = \beta_1 + \beta_2 S_{kt}$

여기서 X 는 설명 변수로써 기부금의 총 매출액에 대한 비율이고, 변수 S 로 사용한 변수는 두 가지인데 하나는 ESG 점수이고, 다른

하나는 ESG 전체 평균에 대한 ESG 점수의 비율($ESG/\text{average of ESG}$)이다. 모형 (19)와 (20)은 모형 (1)과 (2)와 같은 기본적인 모형에 ESG 수준을 나타내는 S항과 S항과 설명 변수의 교차항(interaction term)을 추가한 것이다. 교차항의 계수인 β_2 의 추정치는 ESG 점수의 증가로 인해 자본 시장에서 사회 책임 투자(SRI)를 더 받게 됨으로써 자본 비용이 감소하고, 그에 따라 기부금 비율의 증가가 기업 가치에 미치는 영향이 추가적으로 커지는 부분을 포착하는 변수이다. 이는 자본 시장에서의 투자자를 통한 기업의 기업 가치 증가분으로 간주할 수 있다. 모형 (19)에서 $\ln(\text{기부금 비율})$ 을 사용하지 않고 $\ln(1+\text{기부금 비율})$ 을 사용한 이유는 $\ln(\text{기부금 비율})$ 은 0보다 작은 영역에도 값이 분포하기 때문에 ESG 점수와 교차항의 계수가 제대로 추정될 수 없기 때문이다.

표 4.21 기부금이 기업 가치에 미치는 영향에 대한 ESG의 효과

	Tobin's Q			
	(1)	(2)	(3)	(4)
dona_ratio	11.590*	12.116*		
	(6.680)	(6.662)		
× ESG	-2.963			
	(5.647)			
× ESG/\overline{ESG}		-4.197		
		(6.869)		
ln (1+dona_ratio)			11.861*	12.407*
			(6.854)	(6.837)
× ESG			-2.963	
			(5.750)	
× ESG/\overline{ESG}				-4.217
				(6.995)
ESG	0.188***		0.188***	
	(0.033)		(0.033)	
ESG/\overline{ESG}		0.230***		0.230***
		(0.041)		(0.041)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry X year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3062	3062	3062	3062

주) *:5%, **:3%, ***:1% 유의 수준.

표 4.21은 모형 (19)와 (20)의 추정 결과를 보여준다. (1)열과

(2)열은 모형 (19)의 S에 각각 ESG 점수와 ESG의 평균에 대한 비율을 사용하여 추정한 결과이고, (3)열과 (4)열은 모형 (20)의 S에 각각 ESG 점수와 ESG의 평균에 대한 비율을 사용하여 추정한 결과이다.

기부금 비율은 기업의 재무적 영역의 사회 공헌 정도로, ESG 점수는 기업의 비재무적 영역에서의 사회 공헌 정도로 이해할 수 있는데, (1)–(4)의 추정에서 각각의 요인은 모두 기업 가치에 양의 영향을 유의하게 미치는 것으로 나타났다. 즉 기업의 재무적 요소의 사회 공헌 정도인 기부금 비율을 통제한 가운데에도 ESG 수준의 증가 시 기업 가치가 제고되는 부분이 유의하게 나타난 것이다.

하지만 기업의 ESG 평가가 좋아지면서 발생하는 기부금 비율이 기업 가치에 미치는 영향에 대한 추가적인 증분 효과는 유의하게 추정되지 않았다. ESG 수준을 나타내는 변수와 기부금 비율 변수의 교차항의 계수 추정치가 (1)–(4)의 결과에서 모두 음수로 유의하지 않게 추정된 것이다. 이는 ESG점수의 상승이 사회 책임 투자(SRI) 유치의 증가로 이어지지 않았기 때문일수도 있고, 표 2.4에서 보았듯이 우리나라 전체 투자 규모에서 사회 책임 투자(SRI)의 규모가 차지하는 비율이 작아서 그 효과가 제대로 식별이 안된 것일수도 있다. 한편 ESG와 기부금을 각각 비재무적, 재무적 사회 기여라고 본다면, 두 방식의 사회 기여가 모두 기업 가치를 제고시키는 가운데 대체 관계를 가진다고 볼 수도 있다. 또한 추정 결과에서 ESG 수준에 대한 계수 추정치가 (1)–(4)의 결과에서 모두 양으로 유의하게 나타났다는 점은 한국기업지배구조원의 ESG 점수가 기업 가치와 동조적으로 움직이고 있으며, 사회 책임 투자(SRI)의 지수로써 적절함을 보여준다.

4.5.3 생산물 시장과 자본 시장의 효과의 동시적 식별

마지막으로 기부금 지출이 기업 가치에 영향을 미치는 데 있어서 생산물 시장과 자본 시장에서의 효과를 동시에 식별하려고 한다. 이를 위해 다음과 같은 모형을 고려하였다.

$$(21) \ Y_{kt} = \alpha + \beta X_{kt} + \beta_4 Z_{kt} + \beta_5 S_{kt} + \gamma' \text{ControlVariables}_{kt} + \mathbf{FE}_{it} + \varepsilon_{kt} ,$$

$$(22) \ Y_{kt} = \alpha + \beta \ln(1 + X)_{kt} + \beta_4 Z_{kt} + \beta_5 S_{kt} + \gamma' \text{ControlVariables}_{kt} + \mathbf{FE}_{it} + \varepsilon_{kt},$$

where $\beta = \beta_1 + \beta_2 Z_{kt} + \beta_3 S_{kt}$

X는 설명 변수로써 기부금의 총 매출액에 대한 비율이고, Z로는 광고선전비의 총 매출액에 대한 비율을 사용하였다. S로는 ESG 점수와 ESG 전체 평균에 대한 ESG 점수의 비율(ESG/average of ESG)을 사용하였다.

추정 결과는 다음의 표 4.22와 같다. 결과는 생산물 시장과 자본 시장을 각각 분석하였을 때와 거의 비슷하게 도출되었다. 기부금 비율과 광고선전비 비율, ESG 수준은 함께 모형에서 추정하더라도 각각의 기업 가치에 대한 긍정적 효과가 유의하게 식별되었다. 하지만 광고선전비 비율과 기부금 결정 변수의 교차항의 경우 생산물 시장을 따로 분석하였을 때와 마찬가지로 음의 계수 추정치가 유의하게 나타났으며, ESG 수준의 경우 자본 시장을 따로 분석하였을 때와 마찬가지로 유의한 추정 결과가 도출되지 않았다.

표 4.22 기부금이 기업 가치에 미치는 영향에 대한 광고비와 ESG의 조절 효과

	Tobin's Q			
	(1)	(2)	(3)	(4)
dona_ratio	12.373*	11.817*		
	(6.868)	(6.889)		
× AdvExp/Totalsales	-293.934**	-299.031**		
	(147.478)	(147.460)		
× ESG		-2.301		
		(6.151)		
× $\frac{ESG}{\overline{ESG}}$	-3.458			
	(7.481)			
ln (1+dona_ratio)			12.701*	12.125*
			(7.032)	(7.052)
× AdvExp/Totalsales			-297.140**	-302.365**
			(149.512)	(149.509)
× ESG				-2.312
				(6.260)
× $\frac{ESG}{\overline{ESG}}$			-3.493	
			(7.612)	
AdvExp/Totalsales	6.816***	6.825***	6.813***	6.822***
	(0.829)	(0.829)	(0.830)	(0.830)
ESG		0.187***		0.187***
		(0.033)		(0.033)
$\frac{ESG}{\overline{ESG}}$	0.228***		0.228***	
	(0.041)		(0.041)	
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry X year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3062	3062	3062	3062

주) *:5%, **:3%, ***:1% 유의 수준.

4.6 소결

4장에서는 우리나라 기업의 사회 공헌 활동이 기업 가치에 미치는 영향에 대한 실증 분석을 다각도로 시행하였다. 기업의 사회 공헌 정도와 기업가치를 측정하는 변수로써 기부금과 토빈의 큐(Tobin's)를 각각 사용하였는데, 2011년부터 2016년까지의 상장 기업을 대상으로 패널 분석을 시행하였다. 이 과정에서 내생성 문제를 완화하기 위해 연도 별 각 산업에 대한 고정효과(fixed effect)를 통제하여 기부금 비율이 기업 가치에 미치는 영향을 추정하였으며 그 결과 긍정적 영향이 유의하게 추정되었다. 더불어 기부금의 과거값 평균을 설명 변수로

사용하여 내생성 문제를 좀 더 완화하고자 시도하였는데, 과거값 평균을 사용한 경우에도 현재의 기업 가치에 미치는 양의 영향이 유의하게 포착되었다.

또한 기본 실증 모형이 적절하게 설계되어진 모형인지 확인해보기 위해 플라시보 분석 (Placebo Analysis)을 시행하였다. 그 결과 실제 계수추정치와는 거리가 먼 0을 중심으로 한 계수추정치의 분포를 얻을 수 있었다. 이는 실증 분석 모형이 적절하게 설계되어 기부금이 기업 가치에 미치는 영향을 잘 포착하고 있음을 지지하는 결과이다. 한편 기부금이 기업 가치에 미치는 긍정적 영향을 인정하는 가운데 비선형의 양상을 추정해보았는데, 그 결과 위로 볼록 (concave)하면서 증가하는 양상을 지지하는 결과가 나왔다. 이는 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간에 역 U자 가설을 주장하는 논지에서 기업의 사회적 성과의 한계 수입은 점차 감소할 것이라는 부분과 상통한다.

이외에도 전경련 회원사, 대기업, 세금 감소 유인이 있는 기업 등 다양한 하위 샘플 분석을 시행하여 기부금이 기업 가치에 미치는 영향에 대해 다각도로 분석하였다. 전경련 회원사와 대기업의 경우 공통적으로 이외의 그룹에 비해 기부금이 기업 가치에 미치는 영향이 더 작았다. 더 나아가 전경련 회원사의 경우 기부금 비율이 증가할수록 오히려 기업가치가 떨어지는 모습을 보였다. 기부금의 세금 효과로 인한 기업가치 상승분을 포착하고자 법인세 과세표준을 추정하여 기부금을 이용한 세금 감소 유인이 높을 만한 기업들을 구분하여 분석하였지만, 유의한 차이는 발견할 수 없었다.

본 연구에서는 기부금이 기업 가치에 미치는 영향이 두 가지 경로를 통해 실현된다고 가정하였는데 먼저 기부금 지출을 통해 명성을 구축하거나 소비자의 충성도를 높여 기업 가치를 높이는 생산물 시장 경로를 들 수 있다. 두번째로 기부금 지출 비율이 높아질수록 자본 시장에 사회공헌도와 지속가능성이 높은 기업이라는 신호로 작용하여 자본 비용을 낮출 수 있고 결과적으로 기업 가치를 상승시키는 자본 시장 경로이다. 광고선전비와 ESG평가치를 이용하여 두 경로의 존재를 확인하고 효과의 정도를 추정해보았다.

광고선전비의 경우 단독으로는 기업 가치에 양의 영향을 주지만, 기부금을 지출하는 기업이 광고선전비를 지출할 때 기부금이 기업 가치에 추가적으로 미치는 영향은 음의 값으로 나타났다. 광고선전비의 지출을 통해 기부 행위가 소비자에게 알려진다는 가정이 성립하지 않았을 가능성이 존재한다. 이에 B2C 기업에 대한 이중차분 추정을

통해 B2C기업의 경우 기부금 비율의 기업 가치에 대한 양의 효과가 더 큰 것으로 드러나 생산물 시장의 소비자 경로의 존재를 확인하였다. ESG 평가치의 경우도 단독으로는 기업 가치에 미치는 양의 영향을 포착할 수 있었지만, ESG 평가의 상승으로 인해 기부금이 기업 가치에 미치는 영향이 상승하는 효과는 볼 수 없었다. 자본 시장에서 투자자 경로를 통해 기업의 사회적 성과가 경제적 성과로 이어지는 부분을 실증적으로 포착하기 위해선 사회 책임 투자(SRI)의 규모가 더 커지고 보편화 되어야할 필요가 있다.

제 5 장 총 결

본 연구는 기업의 사회공헌 활동과 기업 가치의 관계와 관련한 문헌 연구와 실증 연구를 하였다.

문헌 연구는 이론 문헌 연구와 실증 문헌 연구를 구분하여 진행하였다. 이론 문헌 연구를 통해 기업의 사회 공헌 활동이 기업의 경제적 성과와 어떤 관계를 갖는지에 대해 설명할 수 있는 기존의 이론들을 체계적으로 정리할 수 있었으며, 향후의 실증 연구를 위한 이론적 토대를 쌓을 수 있었다. 그 중 이해 관계자 이론은 기업의 사회적 성과와 경제적 성과를 설명할 수 있는 주된 이론이었다. 본 연구의 실증 분석 부분도 도구적 이해 관계자 이론(Instrumental Stakeholder Theory)을 바탕으로 기업이 이해 관계자와의 관계를 전략적으로 접근하여 경쟁우위를 획득하고 자신의 가치를 제고할 수 있음을 보였다.

한편 이해 관계자 이론의 풍성한 연구와 전개에 비해 경제 모형을 이용한 이론 문헌은 상대적으로 부족했다. 기업의 이윤 극대화 목적과 사회 공헌 활동이 상충하지 않을 수 있다는 가능성을 열어 두고, 이윤 극대화를 목적으로 하는 기업의 의사 결정 모형에 사회 공헌 활동을 포함시키는 경제 모형 연구가 향후의 주제가 될 수 있을 것이다.

또한 기업의 사회적 성과와 경제적 성과의 관계에 관한 기존의 실증 문헌 연구를 통해 기존 실증 연구를 체계적으로 정리하고, 시대 별 연구의 흐름을 파악할 수 있었다. 국내외 55개의 관련 실증 연구들을 각 연구의 시대, 가설, 사용한 자료, 방법론에 따라 분류하고 체계적으로 정리하였다. 이를 통해 과반수 이상의 연구에서 기업의 사회적 성과와 경제적 성과 간에 존재하는 양의 관계를 식별하였고, 시대가 지나면서 그러한 경향은 더욱 강해졌음을 확인하였다. 이는 기업이 1970년대부터 시작된 사회 공헌 활동의 역사를 쌓으면서 기업의 경제적 성과에 도움이 되는 최적의 사회적 성과 수준을 찾아갔기 때문으로 해석할 수 있다.

문헌 연구에 이어 2011년부터 2016년에 이르는 우리나라 상장 기업을 표본으로 한 실증 분석 연구를 진행하였다. 실증 분석에서는 기업의 사회 공헌 활동이 이윤 극대화의 유인 아래 실행된다는 관점에서 기업의 사회 공헌 수준이 기업 가치에 미치는 영향을 추정하였다. 기업의 사회 공헌 수준을 나타내는 대용치로써 기부금을 사용하였으며,

기업 가치의 평가는 자본 시장에서의 주식 가치 평가를 바탕으로 하였다. 이 과정에서 전경련 회원사, 대기업, 세금 감소 유인이 있는 기업 등 다양한 하위 표본 분석을 시행하여 기부금이 기업 가치에 미치는 영향에 대해 다각도로 분석하였다. 이를 통해 기업의 기부금 지출이 기업 가치에 미치는 양의 영향을 추정하고 결과의 견고함을 확인할 수 있었다.

한편 기부금이 기업 가치에 미치는 영향은 두 가지 경로를 통해 실현된다고 가정하였는데, 먼저 기부금 지출을 통해 명성을 구축하거나 소비자의 충성도를 높여 기업 가치를 높이는 생산물 시장 경로를 들 수 있다. 두번째로 기부금 지출 비율이 높아질수록 자본 시장에 사회 공헌도와 지속가능성이 높은 기업이라는 신호로 작용하여 자본 비용을 낮추고 결과적으로 기업 가치를 높이는 자본 시장 경로이다. 광고선전비와 ESG 평가 점수를 이용하여 두 경로에서의 기부금의 기업 가치에 대한 효과의 식별을 시도하였지만, 가설을 지지하는 결과가 나오지 않았다. 생산물 시장의 경우 소비자 경로의 식별에 대한 추가적인 시도으로써 B2C 기업에 대한 더미 변수를 모형에 추가하여 이중차분 추정을 하였다. 그 결과 B2C기업의 경우 기부금 비율의 기업 가치에 대한 양의 효과가 더 큰 것으로 드러나 생산물 시장의 소비자 경로의 존재를 확인하였다.

향후의 연구 과제는 다음과 같다. 기업 입장에서 광고선전비와 기부금의 대체 관계의 존재 가능성이 포착되었는데, 기업 가치에 미치는 영향을 극대화시키는 최적의 자원 할당에 대한 연구가 더 필요하다. 또한 세금 인화 유인이 있는 기업들의 관측치가 너무 적어서 효과를 제대로 포착할 수 없었던 부분을 보완해야 할 것이다. 과세표준 추정의 오류를 완화하는 방법이나 세금 유인이 있을 만한 기업을 구분하는 조금 더 관대한 기준을 고민해볼 것이다. 전경련 회원사의 경우 기부금 비율이 기업 가치에 대해 음의 영향을 가졌던 부분도 추가적인 고민이 필요하다. 일부 소비자들에게 전경련 회원사의 기부금에 대해 좋지 않은 인식이 자리잡아 오히려 사회 공헌 활동을 할수록 기업에 대한 이미지가 나빠지는 경우도 생각해볼 수 있고, 광고선전비와 기부금의 관계를 생각해볼 때 이미 충분한 광고선전비를 지출하고 있어서 기부금에 의해 추가적으로 기업 가치가 증가할 부분이 없는 것일수도 있다. 더불어 자본 시장의 투자자에 의한 기업의 사회 공헌 활동이 기업 가치에 미치는 영향을 제대로 식별해내지 못한 부분에 대해서는, 사회 책임 투자(SRI)의 규모가 크고 역사가 오래된 영국의 자료를 통해 실증 분석을 시도해보는 것이 의미가 있을 것이다. 이론적 측면에서는 본

연구의 실증 분석 가설의 바탕이 된 도구적 이해 관계자 이론을 기업이 이윤 극대화를 목적 함수로 지닌 경제 모형으로 풀어낼 수 있는 연구가 필요하다.

참고 문헌

- 고성천; 박래수. 기업의 사회적 책임활동 (CSR) 결정요인과 기업가치. 세무와 회계저널, 2011, 12.2: 105-134.
- 국찬표; 강윤식. 기업의 사회적 책임, 지배구조 및 기업가치. 한국증권학회지, 2011, 40.5: 713-748.
- 김상일; 최원욱; 배지현. 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향. 경영학연구, 2009, 38.6: 1415-1443.
- 김성환; 김미나. 기부금과 접대비가 기업성장에 미치는 영향. 경영학연구, 2011, 40.3: 659-685.
- 나영; 홍석훈. 기업규모에 따른 CSR 활동과 기업가치에 대한 실증분석. 회계저널, 2011, 20: 125-160.
- 류지호; 조성표. 기부금 지출이 기업가치 및 이익에 미치는 영향. 한국회계학회 학술발표논문집, 2012, 2012.2: 1007-1028.
- 박소윤; 구동모; 강보현. 기업의 사회적 책임활동에 대한 소비자의 귀인, 지각 그리고 반응. 경영학연구, 2012, 41.2: 173-200.
- 변상민; 김재환; 남인우. 기업별 마케팅 활동과 산업별 특성을 고려한 기업의 사회적 책임활동이 기업가치에 미치는 장기적 영향에 관한 연구. 경영학연구, 2013, 42.5: 1289-1313.
- 송호신; 전봉걸. 기업수준의 자료를 이용한 법인세부담액 및 과세표준 추정과 법인세 관련 기업 행태에 관한 연구. 2011.
- 신민식; 심상현. 기업의 사회적 성과가 주가에 미치는 영향. 경영연구, 2001, 16: 197-218.
- 장지인; 최현섭. 기업의 사회적 책임 (CSR) 과 재무성과와의 관계. 대한경영학회지, 2010, 23.2: 633-648.
- 조동근; 변민식. 기업의 소유 · 지배구조와 기업가치 간의 관계: IMF 외환위기 이후의 한국의 경험. 한국경제연구원, 2008.
- 최운열; 이호선; 홍찬선. 기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향. 경영학연구, 2009, 38.2: 407-432.
- Alexander, Gordon J., and Rogene A. Buchholz. "Corporate social responsibility and stock market performance." Academy of Management journal 21.3 (1978): 479-486.
- Allouche, José, and Patrice Laroche. "A meta-analytical investigation of the relationship between corporate social and financial

- performance." *Revue de gestion des ressources humaines* 57 (2005): 18.
- Al-Matari, Ebrahim Mohammed, Abdullah Kaid Al-Swidi, and Faudziah Hanim Bt Fadzil. "The measurements of firm performance's dimensions." *Asian Journal of Finance & Accounting* 6.1 (2014): 24–49.
- Alshammari, Marwan. "Corporate social responsibility and firm performance: The moderating role of reputation and institutional investors." *International Journal of Business and Management* 10.6 (2015): 15.
- Attig, Najah, et al. "Corporate social responsibility and credit ratings." *Journal of business ethics* 117.4 (2013): 679–694.
- Bae, Jiyang, and Glen T. Cameron. "Conditioning effect of prior reputation on perception of corporate giving." *Public Relations Review* 32.2 (2006): 144–150.
- Baird, Philip L., Pinar Celikkol Geylani, and Jeffrey A. Roberts. "Corporate social and financial performance re-examined: Industry effects in a linear mixed model analysis." *Journal of business ethics* 109.3 (2012): 367–388.
- Barnett, Michael L., and Robert M. Salomon. "Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance." *Strategic Management Journal* 33.11 (2012): 1304–1320.
- Barnett, Michael L., and Robert M. Salomon. "Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance." *Strategic Management Journal* 27.11 (2006): 1101–1122.
- Berman, Shawn L., et al. "Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance." *Academy of Management journal* 42.5 (1999): 488–506.
- Van Beurden, Pieter, and Tobias Gössling. "The worth of values—a literature review on the relation between corporate social and financial performance." *Journal of business ethics* 82.2 (2008): 407.
- Boaventura, João Maurício Gama, Ralph Santos da Silva, and Rodrigo

- Bandeira-de-Mello. "Corporate financial performance and corporate social performance: Methodological development and the theoretical contribution of empirical studies." *Revista Contabilidade & Finanças* 23.60 (2012): 232–245.
- Brammer, Stephen, and Andrew Millington. "Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance." *Strategic Management Journal* 29.12 (2008): 1325–1343.
- Brammer, Stephen, and Andrew Millington. "Corporate reputation and philanthropy: An empirical analysis." *Journal of business ethics* 61.1 (2005): 29–44.
- Callan, Scott J., and Janet M. Thomas. "Corporate financial performance and corporate social performance: an update and reinvestigation." *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 16.2 (2009): 61–78.
- Callan, Scott J., and Janet M. Thomas. "Corporate financial performance and corporate social performance: an update and reinvestigation." *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 16.2 (2009): 61–78.
- Campbell, John L. "Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility." *Academy of management Review* 32.3 (2007): 946–967.
- Cheng, Beiting, Ioannis Ioannou, and George Serafeim. "Corporate social responsibility and access to finance." *Strategic Management Journal* 35.1 (2014): 1–23.
- Clark, Gordon L., Andreas Feiner, and Michael Viehs. "From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance." (2015).
- Cornell, Bradford, and Alan C. Shapiro. "Corporate stakeholders and corporate finance." *Financial management* (1987): 5–14.
- Deng, Xin, Jun-koo Kang, and Buen Sin Low. "Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers." *Journal of financial Economics* 110.1 (2013): 87–109.
- Ding, David K., Christo Ferreira, and Udomsak Wongchoti. "Does it

- pay to be different? Relative CSR and its impact on firm value." *International Review of Financial Analysis* 47 (2016): 86–98.
- Donaldson, Thomas, and Lee E. Preston. "The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications." *Academy of management Review* 20.1 (1995): 65–91.
- Endrikat, Jan, Edeltraud Guenther, and Holger Hoppe. "Making sense of conflicting empirical findings: A meta-analytic review of the relationship between corporate environmental and financial performance." *European Management Journal* 32.5 (2014): 735–751.
- Fisman, Ray, Geoffrey Heal, and Vinay Nair. "A model of corporate philanthropy." Columbia University and University of Pennsylvania (2006).
- Friedman, Milton. "The social responsibility of business is to increase its profits." *Corporate ethics and corporate governance*. Springer, Berlin, Heidelberg, 2007. 173–178.
- Garriga, Elisabet, and Domènec Melé. "Corporate social responsibility theories: Mapping the territory." *Journal of business ethics* 53.1–2 (2004): 51–71.
- El Ghoul, Sadok, et al. "Does corporate social responsibility affect the cost of capital?." *Journal of Banking & Finance* 35.9 (2011): 2388–2406.
- Godfrey, Paul C., Craig B. Merrill, and Jared M. Hansen. "The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis." *Strategic management journal* 30.4 (2009): 425–445.
- Griffin, Jennifer J., and John F. Mahon. "The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research." *Business & society* 36.1 (1997): 5–31.
- Hirigoyen, Gerard, and Thierry Poulain-Rehm. "Relationships between Corporate Social Responsibility and financial performance: What is the Causality?." (2014).
- Ioannou, Ioannis, and George Serafeim. "The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts'

- perceptions and shifting institutional logics." *Strategic Management Journal* 36.7 (2015): 1053–1081.
- Jensen, Michael. "Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function." *European financial management* 7.3 (2001): 297–317.
- Jo, Hoje, and Maretno A. Harjoto. "Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility." *Journal of business ethics* 103.3 (2011): 351–383.
- Jo, Hoje, and Haejung Na. "Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors." *Journal of business ethics* 110.4 (2012): 441–456.
- Johnson, Orace. "Corporate philanthropy: An analysis of corporate contributions." *The Journal of Business* 39.4 (1966): 489–504.
- Jones, Thomas M. "Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics." *Academy of management review* 20.2 (1995): 404–437.
- Karaye, Yusuf Ibrahim, Zuaini Ishak, and Noriah Che–Adam. "The mediating effect of stakeholder influence capacity on the relationship between corporate social responsibility and corporate financial performance." *Procedia–Social and Behavioral Sciences* 164 (2014): 528–534.
- Kim, Yongtae, Haidan Li, and Siqi Li. "Corporate social responsibility and stock price crash risk." *Journal of Banking & Finance* 43 (2014): 1–13.
- Konar, Shameek, and Mark A. Cohen. "Does the market value environmental performance?." *Review of economics and statistics* 83.2 (2001): 281–289.
- Krüger, Philipp. "Corporate goodness and shareholder wealth." *Journal of financial economics* 115.2 (2015): 304–329.
- Van der Laan, Gerwin, Hans Van Ees, and Arjen Van Witteloostuijn. "Corporate social and financial performance: An extended stakeholder theory, and empirical test with accounting measures." *Journal of Business Ethics* 79.3 (2008): 299–310.
- Lev, Baruch, Christine Petrovits, and Suresh Radhakrishnan. "Is doing good good for you? How corporate charitable contributions enhance

- revenue growth." *Strategic Management Journal* 31.2 (2010): 182–200.
- Liang, Hao, and Luc Renneboog. "Corporate donations and shareholder value." *Oxford Review of Economic Policy* 33.2 (2017): 278–316.
- Lin, Chin–Huang, Ho–Li Yang, and Dian–Yan Liou. "The impact of corporate social responsibility on financial performance: Evidence from business in Taiwan." *Technology in Society* 31.1 (2009): 56–63.
- Lu, Weisheng, et al. "A decade's debate on the nexus between corporate social and corporate financial performance: a critical review of empirical studies 2002–2011." *Journal of Cleaner Production* 79 (2014): 195–206.
- Mackey, Alison, Tyson B. Mackey, and Jay B. Barney. "Corporate social responsibility and firm performance: Investor preferences and corporate strategies." *Academy of management review* 32.3 (2007): 817–835.
- Margolis, Joshua D., Hillary Anger Elfenbein, and James P. Walsh. "Does it pay to be good... and does it matter? A meta–analysis of the relationship between corporate social and financial performance." (2009).
- Marom, Isaiah Yeshayahu. "Toward a unified theory of the CSP–CFP link." *Journal of business ethics* 67.2 (2006): 191–200.
- McGuire, Jean B., Alison Sundgren, and Thomas Schneeweis. "Corporate social responsibility and firm financial performance." *Academy of management Journal* 31.4 (1988): 854–872.
- McWilliams, Abigail, and Donald Siegel. "Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?." *Strategic management journal* 21.5 (2000): 603–609.
- McWilliams, Abigail, and Donald Siegel. "Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective." *Academy of management review* 26.1 (2001): 117–127.
- Mohr, Lois A., Deborah J. Webb, and Katherine E. Harris. "Do consumers expect companies to be socially responsible? The impact

- of corporate social responsibility on buying behavior." *Journal of Consumer Affairs* 35.1 (2001): 45–72.
- Moore, Geoff. "Corporate social and financial performance: An investigation in the UK supermarket industry." *Journal of Business Ethics* 34.3–4 (2001): 299–315.
- Mulligan, Thomas. "A critique of Milton Friedman's essay 'the social responsibility of business is to increase its profits' ." *Journal of Business Ethics* 5.4 (1986): 265–269.
- Navarro, Peter. "Why do corporations give to charity?." *Journal of business* (1988): 65–93.
- Nelling, Edward, and Elizabeth Webb. "Corporate social responsibility and financial performance: the "virtuous circle" revisited." *Review of Quantitative Finance and Accounting* 32.2 (2009): 197–209.
- Ng, Anthony C., and Zabihollah Rezaee. "Business sustainability performance and cost of equity capital." *Journal of Corporate Finance* 34 (2015): 128–149.
- Nollet, Joscha, George Filis, and Evangelos Mitrokostas. "Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach." *Economic Modelling* 52 (2016): 400–407.
- Orlitzky, Marc. "Does firm size comfound the relationship between corporate social performance and firm financial performance?." *Journal of Business Ethics* 33.2 (2001): 167–180.
- Orlitzky, Marc, Frank L. Schmidt, and Sara L. Rynes. "Corporate social and financial performance: A meta-analysis." *Organization studies* 24.3 (2003): 403–441.
- Park, Eunil, Ki Joon Kim, and Sang Jib Kwon. "Corporate social responsibility as a determinant of consumer loyalty: An examination of ethical standard, satisfaction, and trust." *Journal of Business Research* 76 (2017): 8–13.
- Park, Jongchul, Hanjoon Lee, and Chankon Kim. "Corporate social responsibilities, consumer trust and corporate reputation: South Korean consumers' perspectives." *Journal of Business Research* 67.3 (2014): 295–302.
- Pätäri, Satu, et al. "Competitive and responsible? The relationship

- between corporate social and financial performance in the energy sector." *Renewable and Sustainable Energy Reviews* 37 (2014): 142–154.
- Patten, Dennis M. "Does the market value corporate philanthropy? Evidence from the response to the 2004 tsunami relief effort." *Journal of Business Ethics* 81.3 (2008): 599–607.
- Pava, Moses L., and Joshua Krausz. "The association between corporate social–responsibility and financial performance: The paradox of social cost." *Journal of business Ethics* 15.3 (1996): 321–357.
- Preston, Lee E., and Douglas P. O'bannon. "The corporate social–financial performance relationship: A typology and analysis." *Business & Society* 36.4 (1997): 419–429.
- Rezaee, Zabihollah. "Business sustainability research: A theoretical and integrated perspective." *Journal of Accounting Literature* 36 (2016): 48–64.
- Roberts, Robin W. "Determinants of corporate social responsibility disclosure: An application of stakeholder theory." *Accounting, organizations and society* 17.6 (1992): 595–612.
- Rodriguez–Fernandez, Mercedes. "Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance." *BRQ Business Research Quarterly* 19.2 (2016): 137–151.
- Roman, Ronald M., Sefa Hayibor, and Bradley R. Agle. "The relationship between social and financial performance: Repainting a portrait." *Business & Society* 38.1 (1999): 109–125.
- Salama, Aly. "A note on the impact of environmental performance on financial performance." *Structural change and economic dynamics* 16.3 (2005): 413–421.
- Salzmann, Oliver, Aileen Ionescu–Somers, and Ulrich Steger. "The business case for corporate sustainability:: literature review and research options." *European Management Journal* 23.1 (2005): 27–36.
- Seifert, Bruce, Sara A. Morris, and Barbara R. Bartkus. "Having, giving, and getting: Slack resources, corporate philanthropy, and firm financial performance." *Business & Society* 43.2 (2004): 135–

161.

- Shim, KyuJin, and Sung-Un Yang. "The effect of bad reputation: The occurrence of crisis, corporate social responsibility, and perceptions of hypocrisy and attitudes toward a company." *Public Relations Review* 42.1 (2016): 68–78.
- Simpson, W. Gary, and Theodor Kohers. "The link between corporate social and financial performance: Evidence from the banking industry." *Journal of business ethics* 35.2 (2002): 97–109.
- Thavikulwat, Precha. "Determining the value of a firm." *Developments in Business Simulation and Experiential Learning: Proceedings of the Annual ABSEL conference*. Vol. 31. 2014.
- Tsoutsoura, Margarita. "Corporate social responsibility and financial performance." (2004).
- Ullmann, Arie A. "Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of US firms." *Academy of management review* 10.3 (1985): 540–557.
- Waddock, Sandra A., and Samuel B. Graves. "The corporate social performance–financial performance link." *Strategic management journal* 18.4 (1997): 303–319.
- Wang, David Han-Min, et al. "The effects of corporate social responsibility on brand equity and firm performance." *Journal of business research* 68.11 (2015): 2232–2236.
- Wang, Hongdi, et al. "The curvilinear relationship between corporate social performance and corporate financial performance: Evidence from the international construction industry." *Journal of cleaner production* 137 (2016): 1313–1322.
- Wang, Heli, Jaepil Choi, and Jiatao Li. "Too little or too much? Untangling the relationship between corporate philanthropy and firm financial performance." *Organization Science* 19.1 (2008): 143–159.
- Waworuntu, Stephanus Remond, Michelle Dewi Wantah, and Toto Rusmanto. "CSR and financial performance analysis: evidence from top ASEAN listed companies." *Procedia–Social and Behavioral Sciences* 164 (2014): 493–500.
- Willim, Andre Prasetya. "Price Book Value & Tobin's Q: Which One

is Better For Measure Corporate Governance?."

Wright, Peter, and Stephen P. Ferris. "Agency conflict and corporate strategy: The effect of divestment on corporate value." *Strategic management journal* 18.1 (1997): 77–83.

Abstract

Corporate Philanthropy and Corporate value

Sumi Na

Department of Economics

The Graduate School

Seoul National University

This study conducted literature studies and empirical studies on the relationship between corporate social contribution activities and corporate value.

Literature study was divided into theoretical literature review and empirical literature review. Through the theoretical literature research, it is possible to systematically summarize the existing theories that explain the relationship between corporate social contribution activities and the economic performance of the corporation, and build up the theoretical basis for future empirical studies.

Among them, stakeholder theory was the main theory that could explain the social performance and economic performance of corporations. Based on the Instrumental Stakeholder Theory, the empirical analysis part of this study shows that firms can acquire competitive advantage and enhance their own value by strategically approaching the relationship with stakeholders.

On the other hand, theoretical literature using economic models was relatively not advanced compared with the rich research and

development of stakeholder theory. The study of economic models that include social contribution activities in corporate decision-making models aiming at profit maximization, with the possibility that corporate profits maximization and social contribution activities may not conflict, will become the future topic.

55 domestic and international empirical studies were classified according to the age, hypotheses, used data and methodology of each research and systematically summarized. In this way, more than half of the studies have identified the positive relationship between the social performance and the economic performance of the company and confirmed that the trend became stronger over time. This can be interpreted as the fact that the company sought the optimal level of social performance that contributes to the economic performance of the company while building a history of social contribution activities that began in the 1970s.

Following the literature review, we carried out an empirical analysis study using a sample of Korean listed companies from 2011 to 2016. In the empirical analysis, the effect of corporate social contribution level on corporate value is estimated from the perspective that corporate social contribution activities are executed under the incentive of profit maximization. The donation was used as a proxy to measure the level of corporate social contribution. The valuation of corporate value was based on valuation of stocks in capital market. In this process, various sub – sample analyzes such as FKI member companies, large corporations, and tax incentive companies were analyzed to analyze the effects of donations on corporate value. These studies estimated the positive effect of corporate donation expenditure on corporate value and the results were robust.

On the other hand, the effect of donations on corporate value is

assumed to be realized through two pathways. First, it can be said that product market is a path of establishing reputation through donation expenditure or raising loyalty of the consumer to increase enterprise value. Second, as the ratio of donation expenditures increases, it is a capital market path that lowers capital costs and ultimately boosts corporate value by acting as a sign of a company with high social contribution and sustainability in the capital market. Attempts were made to identify the effect of donations on the firm value of the two paths using advertising costs and ESG score, but no results were supported. In the case of the product market, the difference-in-difference estimation was performed by adding the dummy variable of the B2C firm as an additional attempt to identify the consumer path. As a result, the effect of positive value on the corporate value of donation ratio was found to be greater for B2C firms, confirming the existence of the consumer route in the product market.

Keywords : Corporate Philanthropy, Corporate Social Responsibility, Corporate Finance, Corporate Social Performance, Corporate Financial Performance, Stakeholder Theory

Student Number : 2011-30884